

**University of Piraeus**  
**Department of Banking and Financial Management**



**M.Sc in Finance and Banking**  
**Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΥΠΟ**  
**ΤΟ ΠΡΙΣΜΑ ΤΟΥ ESG**

**ΓΙΑΤΡΟΥΔΑΚΗ ΡΑΦΑΕΛΑ**

**ΑΜ : ΜΧΡΗ 2102**

**Επιβλέπων Καθηγητής:** Αναπληρωτής Καθ. Δ. Κυριαζής

**Τριμελής επιτροπή:** Αναπλ. Καθ. Δ. Κυριαζής

Καθ. Ε. Τσιριτάκης

Καθ. Σ. Αναγνωστοπούλου

## ABSTRACT

The objective of this study is to compare the short-term stock returns performance of Acquirers and Targets with a high ESG rating including controversies score with the corresponding sample of companies with a low ESG rating over the last 7 years period (2015-2022) in the US market.

More specifically, to detect the short-term performance of Acquirers and Targets we apply the standard event study methodology to estimate Cumulative Average Abnormal Returns (CAARs) over a short-term announcement window, using the Market Model for a final sample of 4.578 completed domestic deals of US acquirers. Moreover, in order to discover the determinants of these Abnormal Returns, we employ a series of variables, which in addition to the ESG score are the method of payment, the time period, and the industrial relatedness (related/unrelated) of the takeover bid.

**Key words:** Mergers & Acquisitions, Event study analysis, Abnormal Returns. ESG performance

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στόχος αυτής της διπλωματικής εργασίας, είναι να συγκρίνει τις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών-αγοραστριών, υψηλής βαθμολογίας ESG -συμπεριλαμβανομένων της βαθμολογίας των αντιπαραθέσεων - με το αντίστοιχο δείγμα εταιρειών με χαμηλή βαθμολογία ESG για το χρονικό διάστημα των τελευταίων 7 ετών (2015-2022) στην αγορά των ΗΠΑ.

Πιο αναλυτικά, για να μελετήσουμε τη βραχυπρόθεσμη απόδοση των αγοραστριών εταιρειών και των εταιρειών στόχων, χρησιμοποιούμε τη μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων για τον υπολογισμό των μη-κανονικών αποδόσεων γύρω από τη βραχυπρόθεσμη περίοδο ανακοίνωσης, με τη χρήση του υποδείγματος του Δείκτη Αγοράς (Market Model), για ένα τελικό δείγμα 4.578 ολοκληρωμένων συμφωνιών στην αγορά των ΗΠΑ. Επιπλέον, προκειμένου να βρούμε τους καθοριστικούς παράγοντες των Μη-κανονικών Αποδόσεων, χρησιμοποιούμε μια σειρά μεταβλητών, οι οποίες εκτός από τη βαθμολογία ESG είναι ο τρόπος πληρωμής, ο χρονικός ορίζοντας, καθώς και το εάν η συναλλαγή Σ&Ε αφορά εταιρείες που βρίσκονται στον ίδιο κλάδο ή σε διαφορετικό.

**Λέξεις κλειδιά :** Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, Μέθοδος ανάλυσης γεγονότων, Μη-κανονικές αποδόσεις, Βαθμολογία ESG

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ABSTRACT.....	2
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	3
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 - ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....</b>	<b>6</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2-ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ESG.....</b>	<b>8</b>
2.1.1 Ορισμοί και Είδη Συγχωνεύσεων & Εξαγορών .....	9
2.1.2 Ιστορική αναδρομή .....	11
2.1.3 Κίνητρα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.....	14
2.1.4 : Κίνδυνοι & Ευκαιρίες στις Σ&Ε .....	16
2.2.1 Ορισμοί .....	19
2.2.2 Ιστορική αναδρομή .....	21
2.3 Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και ESG.....	26
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 - ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....</b>	<b>32</b>
3.1 : Δεδομένα- Δείγμα.....	32
3.2 : Μεθοδολογία .....	33
A. Μέθοδος Μη Κανονικών Αποδόσεων(Abnormal Returns ή Event Study Methodology) .....	34
B. Μεθοδολογία βαθμολόγησης Refinitiv ESG .....	39
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 - ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....</b>	<b>45</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....</b>	<b>56</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....</b>	<b>59</b>

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1 : Βαθμολογία ESG score_.....	41
Πίνακας 2 : Περιγραφή Μεταβλητών .....	42
Πίνακας 3 : Ποσοστό Σ&Ε ανά κλάδο.....	43
Πίνακας 4 : Γραφική απεικόνιση CAARs για το υπό-δείγματα για το χρονικό διάστημα (-30,+30).....	46
Πίνακας 5 : Βασικά στατιστικά στοιχεία των αγοραστών ανά έτος.....	47
Πίνακας 6: Βασικά στατιστικά στοιχεία των εξαγοραζόμενων εταιρειών.....	49
Πίνακας 7 : Βασικά στατιστικά στοιχεία CAARs.....	50
Πίνακας 8: Διαφορές αθροιστικών μέσων μη-κανονικών αποδόσεων (CAARs) αγοραστριών εταιρειών και εταιρειών στόχων.....	51
Πίνακας 9 : Αποτελέσματα παλινδρομήσεων OLS για τις μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CARs) με ψευδομεταβλητές.....	53

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Κύριος στόχος της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας, είναι η οικονομική προσέγγιση της συμπεριφοράς των αποδόσεων των αγοραστριών εταιρειών στις ΗΠΑ, έπειτα από πράξεις Συγχωνεύσεων και Εξαγορών (Σ&Ε) που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 2015-2022. Τα δεδομένα μας αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων Refinitiv (πρώην Thomson Reuters Eikon), που περιλαμβάνει το σύνολο των Σ&Ε για τις ΗΠΑ.

Στην πράξη, προσπαθούμε μέσω της εμπειρικής ανάλυσης με τη μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study methodology) να εξετάσουμε εάν οι Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν κατάφεραν τη δημιουργία αξίας, δημιουργώντας θετικές ή αρνητικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις.

Βασικά ερωτήματα προς απάντηση της συγκεκριμένης εργασίας είναι τα εξής:

1. Οι Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν για την περίοδο 2015-2022 δημιούργησαν θετικές ή αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις στις αγοράστριες εταιρείες;
2. Η βαθμολογία ESG των αγοραστριών εταιρειών, συμπεριλαμβανομένης της βαθμολογίας περί αντιπαραθέσεων, πως επηρέασαν τις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις των μετόχων των αγοραστριών εταιρειών και των εταιρειών στόχων;
3. Η μέθοδος πληρωμής του τιμήματος της εξαγοράς και το ποσοστό υπάρχουσας ιδιοκτησίας της εταιρίας έχουν επίδραση στις αποδόσεις και στη δημιουργία ή μη αξίας για τους μετόχους των αγοραστριών εταιρειών;
4. Οι συσχετισμένες Σ&Ε έχουν επίδραση στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους;

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές έχουν ερευνηθεί τις τελευταίες δεκαετίες από διαφορετικούς ακαδημαϊκούς τομείς, όπως τα οικονομικά, τα νομικά, τα χρηματοοικονομικά και άλλες σχολές σκέψης. Οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές (Σ&Ε) σε συνδυασμό με κοινοπραξίες (joint ventures) και στρατηγικές συμμαχίες (strategic alliances) έχουν μετατραπεί σε πολύ δημοφιλή εργαλεία για τις επιχειρήσεις προκειμένου να βρουν έναν αποτελεσματικό τρόπο ανάπτυξης.

Οι επενδυτές ενδιαφέρονται κυρίως για Σ&Ε διότι συνδυάζοντας δυο εταιρείες, γενικά δίνεται η δυνατότητα επέκτασης του μεριδίου αγοράς και περιορίζεται το κόστος (Cartwright&Schoenberg,2006,Bauer&Matzler,2014). Αυτή η μελέτη επιχειρεί να διερευνήσει σε ποιο βαθμό η βραχυπρόθεσμη απόδοση των αγοραστριών εταιρειών έπεται από τη συγχώνευση ή εξαγορά, επηρεάζεται από τη βαθμολογία ESG αυτών. Τόσο οι αγοράστριες εταιρείες όσο και οι εταιρείες στόχοι είναι δημόσιες εταιρείες των ΗΠΑ και ανήκουν στον S&P500. Το δείγμα που εξετάζουμε αφορά την τελευταία 7ετία, δηλαδή από το 2015 έως σήμερα. Η απόδοση θα μετρηθεί με όρους αποδόσεων μετοχών. Το δείγμα περιλαμβάνει 180 επιχειρήσεις στις ΗΠΑ που έχουν πραγματοποιήσει συγχώνευση ή/και εξαγορά την περίοδο 2015-2022. Ο στόχος είναι να προσδιοριστεί η επίδραση της βαθμολογίας ESG στην απόδοση μετά τη συγχώνευση.

Για να μελετήσουμε τα συγκεκριμένα ζητήματα συλλέξαμε ένα δείγμα 4579 συναλλαγών Σ&Ε που ολοκληρώθηκαν στις ΗΠΑ από εγχώριες εταιρείες για την περίοδο 2015-2022. Όσον αφορά τη μεθοδολογική μας προσέγγιση, χρησιμοποιήσαμε τη μεθοδολογία των επιχειρηματικών γεγονότων (event study methodology). Στην ανάλυση που πραγματοποιούμε εξετάζουμε τη συμπεριφορά των μη-κανονικών αποδόσεων των αγοραστών, με τη χρήση της διαφοράς της πραγματοποιηθείσας απόδοσης και της αναμενόμενης απόδοσης, όπως αυτή προκύπτει από το υπόδειγμα της αγοράς (market model).

Η εργασία αναπτύσσεται σε τέσσερα κεφάλαια. Στο πρώτο (παρόν) κεφάλαιο αναφέρονται τα εισαγωγικά στοιχεία, ο σκοπός της εργασίας, καθώς και η διάρθρωση της εργασίας. Το δεύτερο κεφάλαιο περιλαμβάνει το θεωρητικό πλαίσιο των Σ&Ε, όπου αναλύονται οι ορισμοί, τα είδη, τα κίνητρα και οι έννοιες που αφορούν το συγκεκριμένο ερευνητικό πεδίο. Η βιβλιογραφική ανασκόπηση αφορά στην ιστορική εξέλιξη των Σ&Ε, τα είδη των Σ&Ε και τα κίνητρα αυτών, καθώς και των ESG, και οι διαδικασίες που τηρούνται λόγω της εφαρμογής των ESG.

Στο τρίτο κεφάλαιο, περιγράφονται τα δεδομένα που συλλέχθηκαν και αναπτύσσεται η μεθοδολογία που εφαρμόστηκε στην έρευνα μας, για τη μέτρηση της πρόσθετης αξίας των Σ&Ε, ενώ παρουσιάζονται τα βασικά χαρακτηριστικά του δείγματος. Στο δεύτερο μέρος αυτού του κεφαλαίου, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα και η μέτρηση των CAARs για τις υποθέσεις που εξετάζονται και η ανάλυση της παλινδρόμησης με απλό OLS.

Στο τελευταίο κεφάλαιο, παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της εργασίας.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ESG

Κάθε επιχείρηση διαμορφώνει μια πορεία, η οποία επηρεάζεται από ποικίλους παράγοντες. Ο καθορισμός της θέσης μιας επιχείρησης ή ενός οργανισμού στο χώρο δραστηριοποίησης τους επηρεάζεται τόσο από μακροοικονομικούς όσο και από μικροοικονομικούς παράγοντες. Κυρίαρχο ρόλο όμως, παίζουν οι ενδοεπιχειρησιακοί παράγοντες στη διαμόρφωση της ανταγωνιστικότητας της επιχείρησης.

Οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές πραγματοποιούνται με στόχο την επίτευξη συγκεκριμένων στρατηγικών στόχων. Πρόκειται για συναλλαγές τεράστιας σημασίας, τόσο για τις ίδιες, όσο και για τα ενδιαφερόμενα μέρη των εταιρειών και το σύνολο του κλάδου και κατ' επέκταση της οικονομίας. Η σημασία των Σ&Ε πηγάζει από τις επιπτώσεις που μπορούν να επιφέρουν τέτοιου είδους συναλλαγές.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν έναν καθοριστικό παράγοντα ενός κλάδου, προσδιορίζοντας το επιχειρηματικό περιβάλλον. Η ολοκλήρωση μιας προσεκτικά σχεδιασμένης εξαγοράς είναι δυνατόν να δημιουργήσει σημαντική αξία για τις εμπλεκόμενες εταιρίες, βελτιώνοντας τη λειτουργική αποδοτικότητα και εξασφαλίζοντας πολλά ακόμα οφέλη από τις συνέργειες που δημιουργούνται. Από την άλλη, λανθασμένες αποφάσεις εξαγορών μπορούν να αποφέρουν μηδενικές ή αρνητικές αποδόσεις για τους μετόχους ή ακόμα και να καταστρέψουν βιώσιμες επιχειρήσεις, με αποτέλεσμα τα στελέχη τους να υποστούν την απώλεια των θέσεών τους και οι μέτοχοι τις επενδύσεις τους. Οπότε εύκολα τεκμαίρεται ότι οι εξαγορές έχουν την τάση να εντείνουν τις εγγενείς συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ διοικητικών στελεχών και μετόχων (Golubov, Travlos&Petmezas,2013)

Ένα από τα πιο σημαντικά ζητήματα που συνδέονται άμεσα με τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές είναι η αξία που δημιουργούν στους μετόχους των εταιρειών. Βασικό κίνητρο για τη Σ&Ε δύο εταιρειών, είναι η δημιουργία συνεργειών, οι οποίες επιτυγχάνονται όταν η αξία της ενιαίας εταιρείας που προκύπτει από τη συγχώνευση είναι μεγαλύτερη από το σύνολο των δύο ξεχωριστών επιχειρήσεων.

Τα κριτήρια ESG είναι ένας τρόπος μέτρησης της βιωσιμότητας μιας εταιρείας ή ακόμα και μιας επένδυσης, όσον αφορά τρεις συγκεκριμένους πυλώνες: το περιβάλλον, τα κοινωνικά κριτήρια και τη διακυβέρνηση της εταιρείας. Στόχος



των ESG κριτηρίων είναι να βοηθήσει τα ενδιαφερόμενα μέρη να κατανοήσουν τόσο τους κινδύνους όσο και τις ευκαιρίες γύρω από ζητήματα βιωσιμότητας. Τα ESG μπορούν να καθοδηγήσουν τους αγοραστές κατά τη διάρκεια της επιλογής στόχων, εντοπίζοντας εταιρείες-στόχους που ταιριάζουν καλύτερα στην εταιρική κουλτούρα της εταιρείας-αγοραστή και έχουν τη δυνατότητα ευκολότερης αφομοίωσης.

Η βιωσιμότητα των επιχειρήσεων αφορά την εκπλήρωση των αναγκών της σημερινής γενιάς χωρίς να διακυβεύονται οι ανάγκες των μελλοντικών γενεών, διασφαλίζοντας μια ισορροπία μεταξύ οικονομικής ανάπτυξης, περιβαλλοντικής φροντίδας και κοινωνικής ευημερίας. (Έκθεση Brutland για την Παγκόσμια Επιτροπή Περιβάλλοντος και Ανάπτυξης) Με απλά λόγια, οι επιχειρήσεις, μέσω της βιωσιμότητας καταναλώνουν φυσικούς πόρους, σεβόμενοι περισσότερο το περιβάλλον, διατηρώντας την κερδοφορία τους σταθερή ενώ ενθαρρύνουν παράλληλα την κοινωνική συνοχή.

Τα μέτρα βιωσιμότητας έχουν τεθεί σε εφαρμογή στην ΕΕ με στόχο την ενθάρρυνση της ενσωμάτωσης των παραγόντων ESG στην επενδυτική διαδικασία των οργανισμών, διασφαλίζοντας παράλληλα, την προστασία των επενδυτών και τα επαρκή δικαιώματα των μετόχων. Η επιθυμία των υπευθύνων χάραξης πολιτικής αλλά και των επενδυτών να στραφούν σε πιο βιώσιμες διαδικασίες και να δεσμευτούν σε θέματα ESG είναι σαφής. (CFA Institute, 2021).

Η αξιολόγηση ESG με την πάροδο του χρόνου εντείνεται και γίνεται όλο και περισσότερο καθοριστική για την λήψη επενδυτικών αποφάσεων, όπως αυτών των Σ&Ε. Η βιωσιμότητα και η εκπαίδευση σε ESG θέματα συνεχώς εμπλουτίζεται από νέες τάσεις, κανονιστικές ρυθμίσεις και εργαλεία. Η αυξανόμενη ευαισθητοποίηση σε θέματα ESG αυξάνει και την ανάγκη ορθής και συνεχούς εκπαίδευσης των διοικητικών και ανώτερων στελεχών των επιχειρήσεων. Το τελευταίο διάστημα έχει ενταθεί η έμφαση σε θέματα κλιματικής αλλαγής και διαχείρισης των φυσικών πόρων. Σε γενικές γραμμές οι αξιολογήσεις από εξωτερικούς παρόχους, βελτιώνει την αξιοπιστία, την ακρίβεια και την διαφάνεια των δημοσιοποιήσεων των επιχειρήσεων και αναμένεται να υπάρξει αύξησή τους (CSE, 2021).

### **2.1.1 Ορισμοί και Είδη Συγχωνεύσεων & Εξαγορών**

Προκειμένου να μπορούμε να κατανοήσουμε την παρούσα διπλωματική, θα χρειαστεί να προσδιορίσουμε τις βασικές έννοιες αυτής. Ως συγχώνευση ορίζεται «η συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων από την οποία προκύπτει μια νέα επιχείρηση ανεξάρτητη από τις προηγούμενες, στην οποία μεταβιβάζονται τα περιουσιακά στοιχεία (ενεργητικό και παθητικό) των συμβαλλομένων επιχειρήσεων». (Πασιούρας, 2006)

Σε τέτοιες περιπτώσεις, οι συμμετέχουσες στη συγχώνευση εταιρείες, απορροφώνται σε μια νομική και λειτουργική οντότητα την οποία από κοινού συναποτελούν. Όπως είναι προφανές, μια σειρά εσωτερικών οικονομιών κλίμακας και καλύτερης ανταπόκρισης στον εξωτερικό ανταγωνισμό αποτελούν τα κίνητρα των συγχωνεύσεων (Πασιούρας,2006).

Ως εξαγορά, από την άλλη, ορίζεται ως η εταιρική πράξη όπου μια εταιρεία αγοράζει τμήμα ή εξ' ολοκλήρου μια άλλη επιχείρηση, με αποτέλεσμα να αναλάβει τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, η οποία μπορεί να εξακολουθεί να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου. Σύμφωνα με τον Πασιούρα (2006) διακρίνονται τρεις κατηγορίες εξαγοράς. Πρώτον, η πλήρης εξαγορά όπου η εξαγοράζουσα επιχείρηση αποκτά το 100% της εταιρίας στόχου. Δεύτερον η εξαγορά πλειοψηφίας, όπου η εξαγοράζουσα εταιρία αποκτά μερίδιο από 50% έως 99,9% της εταιρίας στόχου και είναι σε θέση να λαμβάνει αποφάσεις που την αφορούν. Τέλος, η αγορά μειοψηφίας όπου δεν αποκτάται ο έλεγχος της εταιρίας στόχου. Ωστόσο η εξαγοράζουσα εταιρία επιτυγχάνει να επηρεάζει την επιχείρηση στόχο και να επωφελείται από αυτή με βάση το ποσοστό που αποκτά.

Οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές διαχωρίζονται με βάση τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας τους ή το λεγόμενο βαθμό ολοκλήρωσης, σε οριζόντιες, κάθετες ή ασυσχέτιστες. (Κυριαζής,2017)

Οι οριζόντιες συγχωνεύσεις είναι εκείνες που αφορούν εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας. Στόχος αυτών των συγχωνεύσεων είναι η δημιουργία μονοπωλιακού ανταγωνισμού. Οι οριζόντιες συγχωνεύσεις έχουν τις μεγαλύτερες πιθανότητες δημιουργίας πλούτου, καθώς επιχειρήσεις με παρόμοιες επιχειρηματικές δραστηριότητες μπορούν να επωφεληθούν από οικονομίες κλίμακας, συνδυάζοντας τους πόρους τους.

Αντίθετα οι κάθετες συγχωνεύσεις αφορούν διαφορετικά τμήματα των λειτουργιών της παραγωγικής διαδικασίας για την παραγωγή του προϊόντος ή της υπηρεσίας, είτε προς τα εμπρός είτε προς τα πίσω. Η κάθετη συγχώνευση προς τα εμπρός, δηλαδή η επέκταση της εταιρείας σε επόμενα επίπεδα της εφοδιαστικής αλυσίδας, δηλώνει τη διατήρηση των κερδών μέσα στην επιχειρηματική οντότητα, χωρίς την ταυτόχρονη διαρροή τους προς τους μεσάζοντες της παραγωγικής διαδικασίας.

Ενώ, μέσω της κάθετης συγχώνευσης προς τα πίσω, δηλαδή η επέκταση της εταιρείας σε προηγούμενα επίπεδα της εφοδιαστικής αλυσίδας, δίνεται η δυνατότητα στην επιχείρηση να ασχοληθεί με δραστηριότητες που προηγούνταν της παραγωγικής διαδικασίας. Με την κάθετη ολοκλήρωση μπορεί να επιτευχθεί ισχυροποίηση της θέσης της νέας επιχείρησης και

μεγαλύτερη ευελιξία της παραγωγής στις μεταβολές της ζήτησης καθώς και βελτίωση της αποδοτικότητας της επιχείρησης.

Τέλος, οι ασυσχέτιστες Σ&Ε, αφορούν κλάδους δραστηριότητας που δεν σχετίζονται μεταξύ τους (Κυριαζής,2007). Σε αυτό το είδος συγχώνευσης, οι επιχειρήσεις δεν έχουν καμία παραγωγική εξάρτηση, ενώ πραγματοποιούνται κυρίως όταν κάποιες επιχειρήσεις θέλουν να επιτύχουν την είσοδο τους σε μια νέα αγορά.

Ένας ακόμη διαχωρισμός που μπορεί να γίνει στις συγχωνεύσεις είναι η σύμφωνα με τη στάση της διοίκησης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης σε εχθρικές και φιλικές (Κυριαζής,2007). Επιθετική εξαγορά ορίζεται ως η εξαγορά στην οποία η διοίκηση της επιχείρησης στόχου αντιδρά στην επιχειρούμενη εξαγορά. Η εξαγορά θεωρείται επιθετική αν το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας στόχου απορρίψει την προσφορά, αλλά ο αγοραστής εξακολουθεί να την επιδιώκει κάνοντας προσφορά απευθείας στους μετόχους προκειμένου να τους πείσει να πουλήσουν τις μετοχές τους. Φιλική εξαγορά μιας επιχείρησης είναι η εξαγορά που έχει τη σύμφωνη γνώμη και υποστήριξη της διοίκησης της επιχείρησης στόχου.

Τέλος, μια άλλη διάκριση εξαγορών, η οποία δεν υπεισέρχεται στο πλαίσιο των κατηγοριοποιήσεων. Οι εξαγορές αυτές ονομάζονται management buyouts(MBOs) και leveraged buyouts(LBOs). Η πρώτη κατηγορία αφορά την απόκτηση μεγάλου μέρους ή ακόμα και το σύνολο της εταιρείας από τους διευθυντές. Πρόκειται για μια συναλλαγή, κατά την οποία η εταιρεία μετατρέπεται σε ιδιωτική εταιρεία σε μια προσπάθεια εξορθολογισμού των λειτουργιών και βελτίωσης της κερδοφορίας ενώ η δεύτερη αφορά την ίδια διαδικασία αλλά με τη χρήση δανεισμού. Μετά τη διεκπεραίωση της συναλλαγής, η εταιρία μετατρέπεται σε ιδιωτική επιχείρηση, αφού οι μετοχές των LBO παύουν να εμπορεύονται ελεύθερα στο χρηματιστήριο, ενώ συνήθως το εναπομείναν κομμάτι του μετοχικού κεφαλαίου κατέχεται από θεσμικούς επενδυτές.

### **2.1.2 Ιστορική αναδρομή**

Ένα από τα χαρακτηριστικά των συγχωνεύσεων είναι ότι εμφανίζονται σε μεγάλα κύματα που συμπίπτουν με τη γενική οικονομική πρόοδο και ευημερία.

Στις Η.Π.Α. οι συγχωνεύσεις διακρίνονται σε πέντε κύματα από το 1890 μέχρι σήμερα. Το πρώτο κύμα αφορά την χρονική περίοδο μεταξύ 1890 και 1905. Αυτό, επηρέασε το δευτερογενή τομέα και χαρακτηρίστηκε ως μονοπωλιακό κύμα. Στόχος αυτού του κύματος ήταν η συγχώνευση εταιρειών ή

ανταγωνιστών που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο, με αποτέλεσμα τη δημιουργία οικονομικών κλίμακας.

Το δεύτερο κύμα γνωστό ως κύμα ολιγοπωλίου, εμφανίστηκε μεταξύ 1919 και 1929. Αυτό το κύμα εμφανίστηκε με την επικράτηση των κάθετων συγχωνεύσεων. Η βασική διαφορά είναι ότι οι κάθετες συγχωνεύσεις συνήθως στοχεύουν στη βελτίωση της αποτελεσματικότητας, ενώ οι οριζόντιες συγχωνεύσεις στοχεύουν κυρίως στην αύξηση του μεριδίου αγοράς. Βασική επιρροή αυτού του κύματος ήταν ότι οι οργανισμοί μετά το τέλος του Α Παγκοσμίου Πολέμου, προσπαθούσαν να αυξήσουν την παραγωγικότητα τους, οδηγούμενοι σε κάθετες συγχωνεύσεις.

Οι κάθετες συγχωνεύσεις είναι πιο προσανατολισμένες στην αποτελεσματικότητα, με στόχο τη μείωση του κόστους και τη βελτίωση της συνολικής αποδοτικότητας της εταιρείας. Αφορά σε συνεργάτες και όχι ανταγωνιστές. Επομένως, είναι σύνηθες η επέκταση των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης μέσω κάθετων συγχωνεύσεων, προκειμένου να παραμείνουν ανταγωνιστικές σε σχέση με μεγαλύτερους παίκτες που δημιουργήθηκαν κατά το πρώτο κύμα. Αποτέλεσμα αυτού του κύματος των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών ήταν η αντικατάσταση των μονοπωλίων από τα ολιγοπώλια.

Το κύμα των ετεροειδών δραστηριοτήτων (conglomerate) όπως ονομάστηκε, εμφανίστηκε μεταξύ του 1965 και 1969 και επηρέασε κυρίως τη βιομηχανία πετρελαίου. Στόχος ήταν η δημιουργία κολοσσών μέσω της επέκτασης επιχειρήσεων που διαθέτουν μη συσχετιζόμενες δραστηριότητες, ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους και τα προϊόντα ή οι υπηρεσίες τους μπορεί να είναι πολύ διαφορετικά. Αυτές οι συγχωνεύσεις επικεντρώθηκαν στην επίτευξη επέκτασης και διαφοροποίησης. Καθώς οι οριζόντιες και κάθετες συγχωνεύσεις δεν παρέχουν επαρκείς λύσεις, οι εταιρείες στράφηκαν σε μεγάλο βαθμό σε συγχωνεύσεις, οι οποίες περιλαμβάνουν εταιρείες από μη συσχετιζόμενους τομείς και στοχεύουν στην επίτευξη διαφοροποίησης, αυξημένης καταναλωτικής βάσης και ενισχυμένης αποτελεσματικότητας. Η ύφεση του 1971 σήμανε το τέλος αυτού του κύματος.

Το τέταρτο κύμα αφορά την περίοδο της δεκαετίας του 1980 και χαρακτηρίζεται από εχθρικές εξαγορές και αποσχίσεις τμημάτων ή κλάδων επιχειρήσεων οι οποίες απαρτίζουν περίπου το 20%-30% της δραστηριότητας των εξαγορών. Εκτεταμένη χρήση δανειακών κεφαλαίων και ομολόγων υψηλού κινδύνου για τη χρηματοδότηση εξαγορών τύπου LBOs. Οι τράπεζες επενδύσεων έπαιξαν ενεργό ρόλο, καθώς παρείχαν χρηματοδότηση στους πελάτες τους για την πραγματοποίηση των επιθετικών εξαγορών και συχνά γίνεται χρήση δανειακών κεφαλαίων και ομολόγων υψηλού κινδύνου (junk bonds) για την χρηματοδότηση των μοχλευμένων εξαγορών (LBOs). (Κυριαζής, 2007) Το αναπόφευκτο τέλος του τέταρτου κύματος ήρθε το 1989,

όταν οι τράπεζες σταμάτησαν να δανείζουν τόσο πολύ και τόσο συχνά, καθώς ο υψηλός πληθωρισμός είχε ως αποτέλεσμα το υψηλό κόστος δανεισμού.

Μεταξύ 1994 και 2001 η πτώση των επιτοκίων και η απληστία για οικονομίες κλίμακας οδήγησαν στο περίφημο στρατηγικό κύμα. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, οι δυτικές οικονομίες εισήλθαν στη μεγαλύτερη μεταπολεμική επέκταση και οι εταιρείες αντέδρασαν στην αυξανόμενη ζήτηση επιδιώκοντας συγχωνεύσεις κι εξαγορές. Οι δημογραφικές και τεχνολογικές αλλαγές που συνέβησαν, διατάραξαν τους κλάδους των επιχειρήσεων. Πολλές μεγάλες συγχωνεύσεις πραγματοποιήθηκαν, με συμφωνίες που συχνά ξεπερνούσαν τις αποτιμήσεις του ενός δισεκατομμυρίου. Στην πραγματικότητα, οι περισσότερες από τις μεγαλύτερες συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών στην ιστορία συνέβησαν κατά τη διάρκεια του στρατηγικού κύματος. Το τέλος αυτού του κύματος ήρθε μάλλον απότομα με το ξέσπασμα της φούσκας του διαδικτύου το 2000 και είδε πολλές εγκαθιδρυμένες εταιρείες να κηρύσσουν πτώχευση. (Bloomberg, 2018)

Η δεκαετία του 1990 χαρακτηρίζεται από εξαγορές οι οποίες γίνονται με σκοπό την επίτευξη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μέσω της απόκτησης πόρων και ικανοτήτων, ανάπτυξη νέων τεχνολογιών, δημιουργία υπερεθνικών οργανισμών, παγκοσμιοποίηση προϊόντων, υπηρεσιών και κεφαλαιαγορών, απορρύθμιση και φιλελευθεροποίηση αγορών, ιδιωτικοποιήσεις κλάδων, επικράτηση της αρχής της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων σε περισσότερες χώρες.

Ο στόχος απόκτησης ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μέσω των αναγκαίων πόρων και ικανοτήτων, είχε ως αποτέλεσμα την δημιουργία πολυεθνικών εταιρειών και μαζικών συγκεντρώσεων. Ξένοι επενδυτές εισήλθαν στην αγορά των Η.Π.Α. (και το αντίθετο). Οι διασυνοριακές εξαγορές, όπου ξένοι επενδυτές αποκτούν τον έλεγχο της αποκτώμενης εταιρείας, ήταν πολύ συχνές. Παρατηρήθηκε η εμφάνιση κλάδων νέων τεχνολογιών και οι μεταβολές σε ώριμους κλάδους όπως οι τράπεζες, η βιομηχανία τροφίμων, η αυτοκινητοβιομηχανία κλπ. Οι υψηλές τιμές των μετοχών ενθάρρυναν και ταυτόχρονα πίεζαν τις εταιρείες για να κλείνουν συμφωνίες και να διατηρήσουν τις έντονες συναλλαγές. Το τέλος του πέμπτου κύματος συνδέθηκε με την πτώση του χρηματιστηρίου και με την χρεωκοπία μεγάλων εταιρειών. (Financial Times, 2019)

Το 2003 ξεκίνησε η αύξηση των Σ&Ε μετά από δύο πτωτικές χρονιές. Η παγκοσμιοποίηση και η μεγάλη άνοδος της Αμερικάνικης οικονομίας, η οποία εκφράζεται από την εκρηκτική ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς, είναι τα κύρια χαρακτηριστικά του έκτου κύματος. Συχνό φαινόμενο σε αυτό το κύμα, αποτελούν οι μοχλευμένες εξαγορές (Leverage Buy-outs), στις οποίες η αγοράστρια εταιρεία δανείζεται κεφάλαιο για την απόκτηση της εταιρείας-στόχου, μη δεσμεύοντας με αυτόν τον τρόπο δικά της κεφάλαια. Η αύξηση της αξίας των Σ&Ε έφτασε περίπου το ποσοστό 48%, με το χρηματοοικονομικό

κλάδο να κατέχει το 19% αυτών, ενώ η αυξητική πορεία συνεχιζόταν για περίπου 3 έτη. (Κυριαζής,2007)

### 2.1.3 Κίνητρα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Σύμφωνα με τη νεοκλασική οικονομική θεωρία(Friedman 1953, Becker 1962), μια επιχείρηση θα θελήσει να συμμετάσχει σε μια δραστηριότητα συγχωνεύσεων κι εξαγορών προκειμένου να μεγιστοποιήσει τα κέρδη της και κατ' επέκταση την αξία των μετόχων της. Πέραν τούτου, βασικό παράγοντα υλοποίησης μιας συγχώνευσης, αποτελούν οι εξωγενείς αλλαγές τόσο στο μικροοικονομικό περιβάλλον της εταιρείας όσο και στο ευρύτερο μακροοικονομικό περιβάλλον.

Η βιβλιογραφία έχει προσπαθήσει να εξηγήσει τους λόγους που προκαλούν την έντονη δραστηριότητα των Σ&Ε που αναφέραμε. Με βάση την οικονομική θεωρία της μεγιστοποίησης των κερδών της επιχείρησης και του πλούτου των μετόχων (profit maximization & shareholders' value maximization), υποστηρίζεται ότι οι επιχειρήσεις προκειμένου να επιβιώσουν σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον, προωθούν στόχους μεγιστοποίησης των κερδών που αποτυπώνονται στη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Έτσι, οι διοικήσεις των εταιρειών θεωρούν τις Σ&Ε ως ένα οποιοδήποτε επενδυτικό σχέδιο, το οποίο αναλαμβάνουν εάν η καθαρά παρούσα αξία του είναι θετική και μεγιστοποιεί τον πλούτο των μετόχων (Halpern,1983).

Με βάση τα ανωτέρω, η μεγιστοποίηση των κερδών μπορεί να προέλθει είτε από την αύξηση της αποτελεσματικότητας (efficiency gains) που οδηγεί στη μείωση του κόστους, είτε από την αύξηση της δύναμης στην αγορά (increase in market power), που οδηγεί σε αύξηση της τιμής των προϊόντων.

Η αυξημένη αποτελεσματικότητα επιτυγχάνεται μέσω των συνεργειών. Η συνέργεια αφορά τη νέα επιχείρηση που δημιουργείται από δύο άλλες. Επιτρέπει την αυξημένη αποτελεσματικότητα της νέας επιχείρησης συγκριτικά με εκείνης που θα πετύχαινε κάθε επιχείρηση χωριστά. Τα κίνητρα που οδηγούν σε συνέργειες διαχωρίζονται είτε σε λειτουργικά, είτε σε οικονομικά ή διαχειριστικά. Η πλέον συνηθέστερη μορφή είναι εκείνη της μείωσης κόστους μέσω των οικονομιών κλίμακας και φάσματος. Μέσω των συνεργειών μπορεί να επιτευχθεί υψηλότερη αποτελεσματικότητα των εμπλεκόμενων εταιρειών όσον αφορά τις λειτουργικές επιδόσεις, την αύξηση της διαπραγματευτικής τους δύναμης λόγω αυξημένου μεριδίου αγοράς ή την μείωση του φορολογικού κόστους (Seth,1990).

Οι λειτουργικές συνέργειες μπορούν να προκύψουν είτε από τις οικονομίες κλίμακας είτε από τις οικονομίες φάσματος . Πρόκειται για τις συνέργειες όπου ο συνδυασμός των εταιριών είναι πιο κερδοφόρος απ' ότι αν λειτουργούσαν

σε ξεχωριστές οντότητες. Οι οικονομίες κλίμακας μπορούν να επιτευχθούν κυρίως στην περίπτωση των οριζόντιων συγχωνεύσεων, ενώ οι οικονομίες φάσματος με κάθετες συγχωνεύσεις ή και με ετεροειδών δραστηριοτήτων. Ενώ σε διοικητικό επίπεδο οι διοικητικές συνέργειες μπορούν να προκύψουν από το διαχωρισμό των γνωστικών αντικειμένων των διοικητικών ομάδων των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων. Όσον αφορά τις διαχειριστικές συνέργειες, αυτές μπορούν να επιτευχθούν είτε με κατανομή δεξιοτήτων μεταξύ των διευθυντικών ομάδων στο νέο εταιρικό σχήμα, είτε με αντικατάσταση μιας αναποτελεσματικής ομάδας με μια αποτελεσματική.

Σε χρηματοοικονομικό επίπεδο (*financial synergies*), και όσον αφορά συνέργειες που αφορούν συγχωνεύσεις μη συσχετισμένων δραστηριοτήτων, μπορούν να δημιουργηθούν από την αυξημένη δανειακή ικανότητα που προκύπτει από την πιθανή διαφορά του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης μεταξύ συγχωνευόμενων εταιρειών ή από τη μειωμένη συσχέτιση των ταμειακών ροών, μειώνοντας τον κίνδυνο χρεοκοπίας της ενιαίας εταιρείας. Επιπλέον, μπορούν να δημιουργηθούν φορολογικές εξοικονομήσεις, που μπορούν να προέλθουν είτε από φορολογικά κίνητρα που πιθανόν να παρέχει η κυβέρνηση, είτε από τη μεταφορά ζημιών από τη μια επιχείρηση στην άλλη για τη μείωση του πραγματικού φορολογικού συντελεστή. (Κυριαζής,2007)

Εύκολα συμπεραίνει κανείς ότι μέσω της συγχώνευσης μπορεί να επιτευχθεί αύξηση μεριδίου αγοράς. Η αύξηση του μεριδίου αγοράς και συνεπώς η αύξηση της δύναμης στην αγορά, επιτυγχάνεται κυρίως μέσω οριζόντιων συγχωνεύσεων και μπορεί να οδηγήσει σε μονοπωλιακά κέρδη της ενιαίας επιχείρησης. Αυτό μπορεί να συμβεί και στην περίπτωση των κάθετων συγχωνεύσεων, αφού τα εμπόδια εισόδου στην αγορά αυξάνονται.(Κυριαζής,2007) Παράλληλα, οι εταιρείες απολαμβάνουν από κοινού τόσο το πελατολόγιο, όσο και την τεχνογνωσία και το δίκτυο διανομών τους που δύσκολα αποκτάται μέσω διαδικασίας εσωτερικής ανάπτυξης.

Όσον αφορά βέβαια το επιχείρημα της αύξησης του μεριδίου της αγοράς, προκύπτει ανάλογο αντεπιχείρημα. Αυτό, εν συντομία αφορά στο ότι όσο λιγότερες εταιρίες υπάρχουν σε έναν κλάδο, από τις οποίες εξαρτάται η μεταβολή στο ποσοστό των πωλήσεων, τόσο περισσότερο υφίσταται η αλληλεξάρτηση μεταξύ αυτών. Πολλοί οικονομολόγοι υποστηρίζουν ότι όσο υψηλότερη είναι η συγκέντρωση, τόσο υψηλότερος ο βαθμός μονοπωλίου, ενώ άλλοι υποστηρίζουν ότι αυτό είναι αποτέλεσμα ενεργού ανταγωνισμού (Demsetz,1973,Landes&Posner,1981,McGee,1971). Επιπλέον, η υψηλή συγκέντρωση δεν απαιτεί ισχύ στην αγορά εάν η αγορά είναι αμφισβητήσιμη με την είσοδο νέων επιχειρήσεων. Η πιθανή είσοδος μπορεί να εξουδετερώσει την ισχύ στην αγορά (Demsetz,1968).

Ωστόσο σύμφωνα με τη θεωρία της ασυμμετρίας πληροφόρησης οι συγχωνεύσεις προκαλούνται λόγω των διαφορετικών εκτιμήσεων της αξίας

των επιχειρήσεων-στόχων που πηγάζουν από την ασύμμετρη κατανομή των πληροφοριών μεταξύ των επενδυτών στην αγορά. Επομένως, η εταιρεία πλειοδότης μπορεί, βάσει προνομιακών πληροφοριών, να πιστεύει ότι η εταιρεία είναι υποτιμημένη από την αγορά και συνεπώς κάνοντας την εξαγορά μπορεί να αξιοποιήσει το πραγματικό δυναμικό της επιχείρησης. Μελέτες έδειξαν ότι οι τιμές των μετοχών των εταιρειών στόχων που έχουν αποδεχθεί τη δημόσια προσφορά, συνεχίζουν να ανέρχονται ανεξάρτητα του αποτελέσματος της δημόσιας προσφοράς. Αυτό ερμηνεύεται από τη διάδοση προνομιακών πληροφοριών στην αγορά που έχει ως αποτέλεσμα την ανατίμηση της (sitting on a gold mine hypothesis).

Η θεωρία της διαταράξεως της αγοράς που περιγράψαμε, φαίνεται να ισχύει για τα κύματα των Σ&Ε που αναφέρθηκαν ανωτέρω και αποτέλεσε την βάση για την ανάπτυξη της θεωρίας υπεραντίδρασης των αγορών από τους DeBondt & Thaler (1985). Σύμφωνα με αυτή, οι αγορές τείνουν να αντιδρούν υπερβολικά στις ανακοινώσεις καλών ή κακών πληροφοριών σε μικροοικονομικό και μακροοικονομικό επίπεδο. Η σχέση μεταξύ δραστηριότητας Σ&Ε και υπεραντίδρασης αποδείχθηκε στη μελέτη των DeBondt & Thompson (1992).

Σε αγορές που δεν επικρατεί τέλειος ανταγωνισμός, οι διοικήσεις είναι πιθανόν να επιδιώκουν στόχους αύξησης μεγέθους αντί για αύξησης κερδών. Όταν υπάρχει διάκριση στις επιχειρήσεις, μεταξύ ιδιοκτητών-μετόχων και εκπροσώπων-εργαζομένων όλων των βαθμίδων, πιθανότατα υπάρχουν και διαφορετικά συμφέροντα. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, οι διοικήσεις να μην ακολουθούν τα συμφέροντα της μεγιστοποίησης πλούτου των μετόχων και οι ίδιοι οι μέτοχοι να έχουν υψηλά κόστη ελέγχου (monitoring costs) για τον έλεγχο της αποτελεσματικότητας των διοικούντων. Το πρόβλημα αυτό προκύπτει κυρίως, όταν οι διοικούντες δεν κατέχουν μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης τους. Σε έρευνα του ο Mueller (1980), ισχυρίστηκε ότι μέσω των Σ&Ε το πρόβλημα επιδεινώνεται, δίνοντας κίνητρο στις διοικήσεις να αυξήσουν το μέγεθος της εταιρείας, να αυξήσουν το μισθό, το κύρος και τα λοιπά προνόμια που απολαμβάνουν.

#### **2.1.4 : Κίνδυνοι & Ευκαιρίες στις Σ&Ε**

Προκειμένου να ολοκληρωθεί μια διαδικασία Σ&Ε υπάρχουν κάποια στάδια. Πρωτίστως, κρίνεται απαραίτητη η ανάπτυξη κατάλληλης εταιρικής στρατηγικής. Αυτό περιλαμβάνει την επιλογή της κατάλληλης εταιρικής στρατηγικής που πρέπει να ευθυγραμμίζεται με τις επιμέρους ανταγωνιστικές στρατηγικές των διάφορων επιχειρηματικών μονάδων. Προκειμένου να είναι επιτυχημένη μια εξαγορά θα πρέπει να έχει αξιολογηθεί η εξαγοραζόμενη εταιρεία με βάση τη στρατηγική καταλληλότητα της, από πλευράς ικανοτήτων



και πόρων. Εάν αυτό το κριτήριο πληρείται, τότε υπάρχει περιθώριο για τη δημιουργία συνεργειών και κατ' επέκταση την επίτευξη του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος.

Η οικοδόμηση της συμφωνίας αποτελεί θεμέλιο λίθο της εξαγοράς. Η διαπραγμάτευση των τεχνικών ζητημάτων που έχουν σχέση με την επιλογή συμβούλων και τον έλεγχο της εταιρείας στόχου αποτελούν βασικά ζητήματα προς επίλυση. Σκοπός αυτών είναι η συγκέντρωση όσο το δυνατόν περισσότερο άρτιας πληροφόρησης σχετικά με την αποτίμηση της εταιρείας στόχου και τον καθορισμό των τιμών premium που θα έπρεπε να είναι διατεθειμένος ο πλειοδότης να δώσει, χωρίς να διακινδυνεύσει να χάσει τις συνέργειες από τη συγχώνευση.

Πολλοί είναι οι κίνδυνοι που εντοπίζονται σε μια συναλλαγή εξαγοράς ή συγχώνευσης. Ένας από τους σημαντικότερους κινδύνους που διατρέχει ένας αγοραστής είναι να μην αξιολογηθεί σωστά η αξία της εταιρείας στόχου εξαγοράς. Αυτό, θα μπορούσε να οδηγήσει στην επιβάρυνση του κόστους της Σ&Ε, με ιδιαίτερα υψηλό τίμημα συγκριτικά με την αξία απόκτησης, ή ακόμη χειρότερα, στην λανθασμένη αποτίμηση των προοπτικών ανάπτυξης οικονομικών κλίμακας αλλά και της αύξησης μεριδίου αγοράς.

Παρά τον αρχικό στόχο των Σ&Ε για δημιουργία αξίας είναι πολύ συχνό το φαινόμενο το αποτέλεσμα να είναι η καταστροφή της αξίας (Κόλια,2014). Αυτό μπορεί να είναι αποτέλεσμα πολλών παραγόντων, όπως το υπερβολικό κόστος ή η ανεπαρκής αξιολόγηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, η σύγκρουση της κουλτούρας ή των μακροπρόθεσμων στόχων μεταξύ των δύο εταιρειών.

Η πράξη της Σ&Ε είναι ένα δυναμικό μοντέλο, το οποίο για να μπορέσει να αποφέρει κέρδος, πρέπει να γνωρίζουν οι διοικήσεις των εταιρειών και ιδιαίτερα της εταιρείας που κάνει την δημόσια προσφορά, να μεταφράζει τις συνέργειες σε πραγματικό κέρδος, να αναγνωρίζει και να προσαρμόζεται σε απρόβλεπτα γεγονότα και κινδύνους. Η αποτελεσματικότητα προκύπτει από τον συνεχή έλεγχο της προόδου, ενισχύοντας τη συνεχή βελτίωση. Επιπλέον, η επιτυχής καθοδήγηση για μια συμφωνία συγχώνευσης απαιτεί μια σταθερή ροή πληροφοριών σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο οργανώνεται ένα πλάνο για τη συμφωνία, αλλά και το πώς τα στελέχη προσαρμόζονται σε αυτό (Marks&Mirvis,2011). Αυτές οι πληροφορίες βοηθούν τα διευθυντικά στελέχη να παρακολουθούν την αποτελεσματικότητα της διαδικασίας που ακολουθείται, καθώς και να δίνουν περισσότερη προσοχή στα θέματα όπου θα επιδράσουν περισσότερο στην επιτυχή έκβαση της συμφωνίας

Το βασικό πλεονέκτημα των Σ&Ε είναι ο χρόνος που κερδίζουν οι επιχειρήσεις (Chambers,2001). Τόσο οι εσωτερικές αναδιαρθρώσεις που

απαιτούνται για την παραγωγή ενός νέου προϊόντος, όσο και η είσοδος σε μια νέα αγορά αποτελούν ιδιαίτερα χρονοβόρες και επίπονες διαδικασίες. Όσο η επιχείρηση στηρίζεται αποκλειστικά στις δικές της δυνάμεις, ο χρόνος που χρειάζεται για αυτές τις διαδικασίες αυξάνεται. Με μια Σ&Ε, μπορεί να ενσωματώσει την απαραίτητη τεχνογνωσία ή τα κατάλληλα εφόδια, όπως την πελατεία ή την τεχνολογία στην εταιρεία, πολύ γρήγορα και να επιταχύνει με αυτόν τον τρόπο την επίτευξη του στόχου του.

Σύμφωνα με τις απόψεις του στρατηγικού management, η απόφαση του εξωτερικού τρόπου ανάπτυξης μέσω εξαγορών είναι απόρροια της επιλογής της κατάλληλης εταιρικής στρατηγικής σε ισορροπία με την επιλογή των επιμέρους γενικών στρατηγικών, ηγεσίας κόστους και διαφοροποίησης των προϊόντων, με απώτερο σκοπό τη δημιουργία ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. (Κυριαζής,2007)

Επιπλέον, σύμφωνα με τη στρατηγική θεώρηση των Πόρων και Ικανοτήτων των Prahalad & Hamel (1990), που δίδει έμφαση στους μοναδικούς πόρους και θεμελιώδεις ικανότητες των επιχειρήσεων ως πηγή διατηρήσιμου ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, οι Σ&Ε αντιμετωπίζονται ως ένας από τους γρήγορους τρόπους για την απόκτηση αυτών. Κεντρικό ρόλο σε αυτήν την υπόθεση διαδραματίζει το στοιχείο της συμπληρωματικότητας των Πόρων και Ικανοτήτων και η Ανάλυση των Αλυσίδων Αξίας μεταξύ των αγοραστών και των εξαγοραζομένων.

Αρκετές φορές τα ισχυρά πλεονεκτήματα για μια συμφωνία Σ&Ε αντισταθμίζονται από ακόμα πιο ισχυρά μειονεκτήματα. Ένα από αυτά, είναι η εξοικείωση του προσωπικού και οι σχέσεις που θα αναπτυχθούν με τους νέους συνεργάτες, τις νέες διαδικασίες καθώς και τις νέες πολιτικές που θα ακολουθήσει η νέα διοίκηση. Το γεγονός αυτό, μπορεί να οδηγήσει σε ζηλοτυπίες και εσωτερικό ανταγωνισμό, λόγω των προστριβών μεταξύ των εργαζομένων, ενώ το πλεονάζον προσωπικό οδηγείται σε απολύσεις, γεγονός που επιφέρει υψηλό κοινωνικό κόστος (Κυριαζόπουλος, Ζησσόπουλος, Σαριγιαννίδης,2009)

## 2.2 ESG

### 2.2.1 Ορισμοί

Τα τελευταία έτη προτεραιότητα είναι η βιώσιμη ανάπτυξη και οι κυβερνήσεις, η κοινωνία των πολιτών και οι επιχειρήσεις προωθούν νέες πρακτικές για την επίτευξή της. Στο πλαίσιο των Στόχων Βιώσιμης Ανάπτυξης που έχουν θεσπιστεί από τα Ηνωμένα Έθνη έχει μεταβληθεί και ο ρόλος των επιχειρήσεων στο νέο περιβάλλον που διαμορφώνεται. Οι επιχειρήσεις όλο και περισσότερο, μετρούν, δημοσιοποιούν και διαχειρίζονται τους κινδύνους και προσπαθούν να εκμεταλλευτούν τις ευκαιρίες που σχετίζονται με τη βιώσιμη ανάπτυξη (Χρηματιστήριο Αθηνών, 2022).

Τα ESG είναι ένα πλαίσιο που αφορά την περιβαλλοντική, την κοινωνική και την εταιρική διακυβέρνηση. Έχει σχεδιαστεί προκειμένου να ενσωματώσουν στη στρατηγική μιας επιχείρησης ή ενός οργανισμού τους τρόπους με τους οποίους δημιουργεί αξία για τα ενδιαφερόμενα μέρη αυτού.

Τα ESG εν ολίγοις, είναι ο όρος που χρησιμοποιείται για να εμφανίσει τα εταιρικά οικονομικά συμφέροντα ενός οργανισμού που εστιάζουν κυρίως σε βιώσιμες και ηθικές επιπτώσεις. Οι οργανισμοί αξιολογούνται μέσω αυτών των κριτηρίων, καθορίζοντας την προβλεπόμενη οικονομική τους απόδοση. Παρόλο που η περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρική διακυβέρνηση δεν θεωρούνται παράγοντες χρηματοοικονομικής απόδοσης, ο ρόλος τους αντιπροσωπεύει τη διασφάλιση του αντίκτυπου της εταιρείας στα ενδιαφερόμενα μέρη.

Η βαθμολογία ESG χρησιμοποιείται από τα ενδιαφερόμενα μέρη, όπως είναι οι πελάτες, οι επενδυτές, η διοίκηση και οι εργαζόμενοι, για την αξιολόγηση των ουσιαστών κινδύνων αλλά και των ευκαιριών που σχετίζονται με τη βιωσιμότητα του οργανισμού.

Ο International Finance Corporation (IFC,2021), ορίζει «το ESG ως ένα σύνολο περιβαλλοντικών, κοινωνικών παραγόντων και παραγόντων διακυβέρνησης που λαμβάνονται υπόψη από τις εταιρείες, όταν διαχειρίζονται τις δραστηριότητές τους και από τους επενδυτές, όταν πραγματοποιούν επενδύσεις, όσον αφορά τους κινδύνους, τις επιπτώσεις και τις ευκαιρίες που σχετίζονται, αλλά δεν περιορίζονται, σε περιβαλλοντικά ζητήματα, κοινωνικά θέματα και διακυβέρνηση.

Το ESG αποτελεί το ακρώνυμο για τα εταιρικά ζητήματα που σχετίζονται με το Περιβάλλον (Environmental), την κοινωνία (Social) και τη Διακυβέρνηση (Governance) και λαμβάνει υπόψη τη βιωσιμότητα της επιχείρησης ολιστικά. Τα ESG βοηθούν τους μετόχους και τους επενδυτές να κατανοήσουν πως μια

επιχείρηση ή ένας οργανισμός διαχειρίζεται τους κινδύνους και τις ευκαιρίες που σχετίζονται με τους παραπάνω τρεις πυλώνες.

Κάθε εταιρεία αλληλεπιδρά με το περιβάλλον. Χρησιμοποιεί πόρους και ενέργεια, επηρεάζει και επηρεάζεται από το ευρύτερο περιβάλλον της. Τα θέματα τα οποία σχετίζεται ο συγκεκριμένος πυλώνας περιλαμβάνουν τη χρήση ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, το πρόγραμμα διαχείρισης αποβλήτων, τον τρόπο με τον οποίο αντιμετωπίζει και χειρίζεται μια επιχείρηση πιθανά προβλήματα ρύπανσης, του αέρα ή των υδάτων, που προκύπτουν τόσο από τις άμεσες λειτουργίες της όσο και στις αλυσίδες εφοδιασμού της καθώς και το ίδιο το προϊόν.

Περιλαμβάνουν επίσης ζητήματα αποψίλωσης των δασών, τη διατήρηση των φυσικών πόρων, τη μεταχείριση των ζώων και τις πρακτικές διατήρησης της βιοποικιλότητας σε γη που κατέχει ή ελέγχει η εταιρεία. Για παράδειγμα, μπορεί να υπάρχουν ζητήματα που σχετίζονται με την ιδιοκτησία μολυσμένου εδάφους, τη διάθεση επικίνδυνων αποβλήτων, τη διαχείριση των τοξικών εκπομπών ή τη συμμόρφωσή με τους κυβερνητικούς περιβαλλοντικούς κανονισμούς.

Θέματα όπως η κλιματική κρίση, η λειψυδρία, οι ακραίες θερμοκρασίες και οι εκπομπές άνθρακα, απειλούν να περιορίσουν την οικονομική ανάπτυξη. Η κατανόηση των περιβαλλοντικών κινδύνων είναι η κατανόηση του «Ε». Το περιβαλλοντικό τμήμα του ESG εξετάζει πώς μια εταιρεία αποδίδει ως διαχειριστής του φυσικού περιβάλλοντος.

Οι επιχειρήσεις ωστόσο, αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι της κοινωνίας. Έτσι, ο κοινωνικός πυλώνας καλύπτει ένα ευρύ φάσμα πιθανών ζητημάτων. Κοινός τόπος σε όλες τις κοινωνικές πτυχές του ESG αποτελούν οι κοινωνικές σχέσεις. Βασική κοινωνική σχέση που αναπτύσσει κάθε επιχείρηση, είναι εκείνη με τους εργαζομένους της. Η εξέταση αυτής της σχέσης μπορεί να περιλαμβάνει τη δίκαιη ή γενναιόδωρη αμοιβή εργαζομένων σε σύγκριση με παρόμοιες θέσεις, το ωράριο εργασίας και η ισορροπία μεταξύ επαγγελματικής και προσωπικής ζωής, τα συνταξιοδοτικά προγράμματα των εργαζομένων και τη συνεισφορά της εταιρείας σε αυτά. Σημαντική κρίνεται επίσης, η πιθανή εκπαίδευση και κατάρτιση των εργαζομένων και οι πιθανές ευκαιρίες που δίνονται στους υπαλλήλους για να ανέλθουν επαγγελματικά σε υψηλότερα αμειβόμενες θέσεις.

Επιπλέον θέματα που αφορά είναι η αποστολή της εταιρείας και κατά πόσο είναι ωφέλιμη για την κοινωνία. Αυτό ερευνάται μέσω του ποσοστού των κερδών που επιστρέφουν στην κοινωνία την οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση και από την παρότρυνση που δίνει στους εργαζομένους της για προσφορά εθελοντικής εργασίας στην κοινωνία. Μορφή εξέτασης αποτελεί επίσης, η αποτελεσματικότητα του τμήματος εξυπηρέτησης πελατών, η

προστασία των σχέσεων της εταιρείας με πελάτες/καταναλωτές, η καλή και σωστή διαχείριση τους, η πιθανή επιστροφή ή ανάκληση προϊόντων, οι δωρεές που πραγματοποιούνται για φιλανθρωπικούς σκοπούς και η πολιτική που διατηρεί σε θέματα ανθρωπίνων δικαιωμάτων. Αυτά τα κριτήρια επηρεάζονται εξίσου από τους συνεργάτες που επιλέγει η εταιρεία, ως προς το αν επιλέγει προμηθευτές με ίδιες αξίες τις οποίες ισχυρίζεται ότι έχει.

Πολύ σημαντική είναι η διακυβέρνηση κάθε εταιρείας, δηλαδή η θέσπιση ενός συστήματος πρακτικών ελέγχων και διαδικασιών, ώστε να πραγματοποιηθεί η διαχείριση, η λήψη αποφάσεων και η συμμόρφωση με τη νομοθεσία και την κάλυψη αναγκών εξωτερικών ενδιαφερομένων. Ο πυλώνας της διακυβέρνησης αναζητά την ευθυγράμμιση των κινήτρων των διοικούντων με εκείνα των ενδιαφερόμενων μερών.

Όσον αφορά την εταιρική διακυβέρνηση ως πυλώνα των ESG είναι συνώνυμο της επιχειρηματικής δεοντολογίας. Με άλλα λόγια, αναφέρεται ουσιαστικά στον τρόπο διαχείρισης της εταιρείας από τα αρμόδια στελέχη και στη βαρύτητα που δίνεται στα συμφέροντα των ενδιαφερόμενων μερών, όπως είναι οι μέτοχοι, οι εργαζόμενοι, οι προμηθευτές και οι πελάτες, από τη διοίκηση.

Η χρηματοοικονομική διαφάνεια αλλά και πληροφόρηση θεωρούνται από τα βασικά στοιχεία της χρηστής εταιρικής διακυβέρνησης. Εξίσου σημαντικά είναι τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου να ενεργούν έχοντας μια σχέση εμπιστοσύνης με τους μετόχους αποφεύγοντας πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων και φυσικά να μην εμπλέκονται σε παράνομες πρακτικές. Σχετικά με τις αποζημιώσεις των στελεχών (bonus) θα πρέπει να συνδέονται με πρακτικές οι οποίες θα προσφέρουν προστιθέμενη μακροπρόθεσμη αξία και βιωσιμότητα στην εταιρεία.

### **2.2.2 Ιστορική αναδρομή**

Ο όρος ESG παρουσιάστηκε, επίσημα, στην αρχή του 21ου αιώνα, προκειμένου να στηριχθεί μια παγκόσμια βιώσιμη οικονομία, προσαρμοσμένη στις νέες προκλήσεις. Οι κοινωνικοί, περιβαλλοντικοί παράγοντες και οι παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης (ESG) αποτέλεσαν δικλείδα στον καθορισμό των κριτηρίων που επηρεάζουν την αξία μιας επιχείρησης και αφετέρου για την προσαρμογή σε νέες προκλήσεις. Η πρωτοβουλία των επενδυτών επηρέασε άμεσα τις εταιρείες και τις πρακτικές τους, που επεδίωκαν βελτίωση των επιδόσεων σε αυτούς τους τομείς.

Τα θέματα ESG αναφέρθηκαν για πρώτη φορά το 2006, στην έκθεση των Ηνωμένων Εθνών για τις Αρχές Υπεύθυνης Επένδυσης (UN PRI, 2006). Οι

Jamali et al., (2017) και Turban και Greening (1997) αναφέρουν ότι οι πυλώνες των ESG ορίζονται ως η δέσμευση μιας επιχείρησης να βελτιώσει την κοινωνική ευημερία, ενώ όσον αφορά τα ενδιαφερόμενα μέρη της εταιρείας, το δίκαιο και βιώσιμο, μακροπρόθεσμο πλούτο τους.

Τα τελευταία χρόνια θέματα βιωσιμότητας και Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, απασχολούν την ακαδημαϊκή βιβλιογραφία σε σημαντικό βαθμό. Οι εταιρείες προσπαθούν να εκμεταλλεύονται τις ευκαιρίες που εμφανίζονται σχετικά με τη βιώσιμη ανάπτυξη ενώ παράλληλα διαχειρίζονται και δημοσιοποιούν τους κινδύνους που ανακύπτουν. Αυτό επιφέρει αυξημένες απαιτήσεις γνωστοποίησης και ως επί τω πλείστον την ουσιαστική αναδιαμόρφωση των οργανισμών.

Η δημιουργία αξίας σε μια επιχείρηση μπορεί να είναι αποτέλεσμα περιβαλλοντικών, κοινωνικών ή παραγόντων εταιρικής διακυβέρνησης. Υψηλότερες επιδόσεις σε ESG κριτήρια μπορεί να αποτελέσουν εφελκυστικό προκειμένου να επιτύχουν ισχυρή ανάπτυξη, να αξιοποιήσουν νέες αγορές και να επεκταθούν σε υπάρχουσες.

Οι περιβαλλοντικοί, κοινωνικοί και εταιρικής διακυβέρνησης πρακτικές μπορούν να δημιουργήσουν αξία σε μια επιχείρηση. Ανώτερες επιδόσεις σε θέματα ESG μπορούν να βοηθήσουν τις επιχειρήσεις να επιτύχουν ισχυρή ανάπτυξη και να αξιοποιήσουν νέες αγορές και να επεκταθούν σε υπάρχουσες. Όταν οι κυβερνητικές αρχές εμπιστεύονται τις εταιρικές διοικήσεις, είναι πιο πιθανό οι εταιρείες που αντιπροσωπεύονται από αυτές τις διοικήσεις να επιβραβευτούν με πρόσβαση σε κεφάλαιο που προσφέρουν νέες ευκαιρίες για ανάπτυξη. Σημαντικό πλεονέκτημα των ESG κριτηρίων αποτελεί η μείωση των λειτουργικών δαπανών. Η αναγνώριση ευκαιριών εκμετάλλευσης βιώσιμων υλών και πόρων μπορεί να αποτελέσει πηγή ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος και να οδηγήσει σε βελτίωση των διαδικασιών παραγωγής, την ανακύκλωση, την επαναχρησιμοποίηση απορριμμάτων από την παραγωγή, την μείωση της κατανάλωσης ενέργειας, στοιχείων που μπορεί να μειώσουν το λειτουργικό κόστος (Henisz,2019).

Τα ESG ανήκουν πλέον στην καθημερινότητα μας, λόγω της επιρροής που ασκούν στην κοινότητα των επενδύσεων. Ένας συνεχώς αυξανόμενος αριθμός από οίκους αξιολόγησης και ρυθμιστικά πλαίσια, δημιουργούνται προκειμένου να βελτιώσουν τη διαφάνεια και τη συνέπεια των πληροφοριών των ESG που οι εταιρείες δημοσιοποιούν. Με την αυστηροποίηση του πλαισίου για την πρόσβαση στο κεφάλαιο μπορεί να δοθούν κίνητρα σε επιχειρήσεις με χαμηλές μετρήσεις ESG να βελτιωθούν. Αντίστοιχα, οι επιβραβεύσεις των εταιρειών με υψηλή επίδοση ESG έχει εξίσου θετικό αντίκτυπο στην ενθάρρυνση για συνεχή βελτίωση.

Οι επιχειρήσεις οφείλουν να προσδιορίζουν όλα τα ουσιαστικά θέματα ESG που αφορούν την λειτουργία τους και στην συνέχεια να επιλέξουν τους δείκτες που θα χρησιμοποιηθούν για την μέτρηση και την παρακολούθηση της επίδοσής τους. Οι πληροφορίες που δημοσιοποιούνται από τις επιχειρήσεις, κατά το μέτρο του δυνατού, θα πρέπει να παρέχουν και ποσοτικά, συγκρίσιμα και μακροπρόθεσμα στοιχεία, που θα αποτυπώνουν τον βαθμό ενσωμάτωσης των θεμάτων ESG στην λειτουργία τους. (Χρηματιστήριο Αθηνών,2022)

Σκόπιμο επίσης είναι να γνωστοποιείται η χρησιμοποιούμενη μεθοδολογία και ο τρόπος υπολογισμού των δεικτών αλλά και η σύνδεση των αποδόσεων των δεικτών με τις χρηματοοικονομικές και μη επιδόσεις τους. Ιδιαίτερης σημασίας είναι τα παρεχόμενα στοιχεία να είναι αντικειμενικά και αμερόληπτα. Για αυτό τις σχετικές γνωστοποιήσεις θα πρέπει να περιλαμβάνονται όλοι οι δείκτες και όχι μόνο αυτοί στους οποίους επιτυγχάνονται υψηλές επιδόσεις, με την συγκάλυψη όσων δεν παρουσιάζουν ευνοϊκές για τις επιχειρήσεις πληροφορίες. Προς όφελος των επιχειρήσεων είναι να παρουσιάζονται και οι δείκτες με όχι τόσο καλές επιδόσεις, συνοδευόμενοι από εξηγήσεις σχετικά με την προσέγγιση για την βελτίωσή τους στο μέλλον. Επίσης τα παρεχόμενα στοιχεία θα πρέπει να καλύπτουν όλο το εύρος των δραστηριοτήτων της επιχείρησης και του ομίλου (Χρηματιστήριο Αθηνών, 2022).

Η βαθμολογία των ESG κριτηρίων, ως μέτρο συμπεριφοράς της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, αποτελεί κρίσιμο παράγοντα στη δραστηριότητα των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών. Η βιωσιμότητα και η ΕΚΕ είναι σχετικά ζητήματα για τα κίνητρα και την επιτυχία των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών, όπως γίνεται αντιληπτή από τους επενδυτές (Gillan,2021,Pineiro-Chousa, 2021).

Με βάση τη βιβλιογραφία, έχει διαπιστωθεί η ευκολότερη πρόσβαση σε χρηματοδότηση εφόσον η επίδοση σε θέματα Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης είναι υψηλή. Φαίνεται ότι οι επιχειρήσεις με καλύτερες επιδόσεις Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης αντιμετωπίζουν σημαντικά χαμηλότερους κεφαλαιακούς περιορισμούς, όπως στην έκδοση χρέους, την άντληση κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά και την υψηλή εξάρτηση από τον τραπεζικό δανεισμό. Το γεγονός αυτό πιθανόν να απορρέει από το μειωμένο κόστος αντιπροσώπευσης, λόγω της μειωμένης ασυμμετρίας πληροφόρησης ή ακόμα και της ενισχυμένης συμμετοχής των ενδιαφερομένων μερών λόγω αυξημένης διαφάνειας. (Cheng,2013).

Οι Serafeim και Yoon (2021) εξέτασαν πως οι πληροφορίες ESG επιδρούν στις τιμές των μετοχών. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι επενδυτές κρίνουν με βάση το αν η πληροφορία επηρεάζει τα θεμελιώδη μεγέθη μιας εταιρείας και επομένως οι αντιδράσεις τους υποκινούνται από ένα οικονομικό και όχι από μη χρηματικό κίνητρο . Διαπιστώθηκε ότι οι τιμές των μετοχών αντιδρούν

μόνο σε ζητήματα που θεωρούνται σημαντικά για κλάδους με ισχυρά λογιστικά πρότυπα βιωσιμότητας και η αντίδραση είναι μεγαλύτερη για θετικές ειδήσεις που σχετίζονται με θέματα κοινωνικού κεφαλαίου. (Serafeim, Yoon, 2021).

Οι Katsantonis and Serafeim (2019) προσπάθησαν να ερευνήσουν διάφορες πτυχές σχετικά με τις μετρήσεις ESG και την δημοσίευση των δεδομένων. Από την έρευνά τους διαπιστώθηκε τεράστια ποικιλία και ασυνέπεια των δεδομένων, των μέτρων και του τρόπου με τον οποίο τα αναφέρουν οι εταιρείες. Συγκεκριμένα διαπιστώθηκαν περισσότεροι από 20 διαφορετικοί τρόποι με τους οποίους οι εταιρείες αναφέρουν τα δεδομένα υγείας και ασφάλειας των εργαζομένων τους, καταδεικνύοντας πώς τέτοιες ασυνέπειες οδηγούν σε σημαντικά διαφορετικά αποτελέσματα. Η έλλειψη διαφάνειας μεταξύ των παρόχων αξιολογήσεων ESG, σχετικά με τα στοιχεία ομάδας με ίδια χαρακτηριστικά και τα παρατηρούμενα εύρη στις μετρήσεις ESG δημιουργεί ασυνέπειες σε ολόκληρη την αγορά και υπονομεύει την αξιοπιστία των αξιολογήσεων. Τέλος οι αποκλίσεις μεταξύ των παρόχων δεδομένων ESG δεν είναι μόνο μεγάλες, αλλά στην πραγματικότητα αυξάνονται όσο αυξάνει η ποσότητα των διαθέσιμων στο κοινό πληροφοριών (Katsantonis, Serafeim, 2019).

Προκειμένου η ενσωμάτωση των θεμάτων ESG να είναι αποτελεσματική κρίνεται απαραίτητη η παρέμβαση της διοίκησης και του Διοικητικού Συμβουλίου για τον προσδιορισμό των κύριων δεικτών επίδοσης (KPI). Η τακτική παρακολούθηση της επίδοσης και η ενημέρωση του διοικητικού συμβουλίου είναι απαραίτητη ώστε να ασκείται η εποπτεία αποτελεσματικά και να εγκρίνεται η ετήσια δημοσιοποίηση των μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών. Η πληροφόρηση σχετικά με θέματα ESG μπορεί να πραγματοποιείται μέσω διαφόρων καναλιών, όπως (Χρηματιστήριο Αθηνών, 2022) αυτόνομες εκθέσεις, τις χρηματοοικονομικές εκθέσεις στις οποίες μπορούν να ενσωματώνονται αναφορές σχετικά με ουσιαστικά θέματα ESG και ενοποιημένους απολογισμούς στους οποίους θα προσδιορίζεται ο τρόπος δημιουργίας αξίας από την εταιρική διακυβέρνηση και την εταιρική επίδοση.

Η δημοσιοποίηση εταιρικών πληροφοριών έχει ως βασικό στόχο να διευκολύνει τους επενδυτές να λάβουν αποφάσεις. Οι γνωστοποιήσεις για θέματα ESG στους επενδυτές παρέχουν χρήσιμη πληροφόρηση για τις δραστηριότητες, την ανταγωνιστική θέση και τη μακροπρόθεσμη στρατηγική των εταιρειών. Όλο και περισσότερος αριθμός ερευνών καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η χρηματοοικονομική απόδοση των επιχειρήσεων σχετίζεται στενά με την απόδοση των δεικτών ESG, καταδεικνύοντας το αυξανόμενο ενδιαφέρον των επενδυτών σε θέματα ESG (Χρηματιστήριο Αθηνών, 2022).

Για τη δημοσίευση των πληροφοριών, οι εταιρείες υιοθετούν κοινά πλαίσια στις εκθέσεις τους. Αυτό κρίνεται απαραίτητο προκειμένου να αποφευχθούν



παραπλανητικές πληροφορίες. Βάσει αυτών των πληροφοριών και πιθανόν σε συνδυασμό με συνεντεύξεις που πραγματοποιούνται, επανεξετάζονται και συγκρίνονται με αποτέλεσμα τις βαθμολογίες ESG που δημοσιεύονται τελικά για τις εταιρείες. Οι βαθμολογίες αυτές σκοπό έχουν την κατάλληλη και ολοκληρωμένη ενημέρωση των αποφάσεων κατανομής κεφαλαίων (Miller,2022).

Η βαθμολόγηση ESG είναι μια μέτρηση ή αξιολόγηση της απόδοσης μιας εταιρείας, αμοιβαίου κεφαλαίου ή μετοχής σε σχέση με θέματα Περιβαλλοντικής, Κοινωνικής και Διακυβέρνησης (ESG). Τα κριτήρια αξιολόγησης διαφέρουν μεταξύ των διαφορετικών πλατφορμών αξιολόγησης που εκδίδουν βαθμολογίες ESG. Ωστόσο, όλα εμπίπτουν σε μία ή περισσότερες από τις κατηγορίες E - περιβάλλον, S - κοινωνία ή G – εταιρική διακυβέρνηση. Οι πλατφόρμες αξιολόγησης ESG καθορίζουν μια στάθμιση για κάθε κριτήριο μέτρησης. Στη συνέχεια, αξιολογούν την απόδοση ενός οργανισμού με βάση κάθε κριτήριο. Η τελική βαθμολογία ESG ενός οργανισμού είναι συνήθως ένα άθροισμα των αξιολογήσεων των κριτηρίων και των σταθμίσεών τους (Miller,2022).

Αυτά τα συστήματα βαθμολόγησης μπορεί να προέρχονται από εταιρείες χρηματοδότησης και επενδύσεων, ομάδες συμβούλων, φορείς καθορισμού προτύπων, ΜΚΟ, ακόμη και κρατικούς φορείς (Miller,2022). Οι μεγαλύτεροι πάροχοι αξιολόγησης ESG θεωρούνται οι MSCI και Sustainalytics, κυρίως λόγω της ευρείας κάλυψής τους. Οι Bloomberg και Refinitiv (πρώην Thomson Reuters), καθώς και οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας όπως οι Moody's, S&P και Fitch παρέχουν επίσης αξιολογήσεις ESG. Ενώ οι αξιολογήσεις ESG που παρέχονται από ανεξάρτητες εταιρείες έρευνας μπορούν να βοηθήσουν τους επενδυτές να κατανοήσουν καλύτερα τους κινδύνους ESG, οι μετρήσεις αυτές ενέχουν κάποιους κινδύνους λόγω των δεδομένων που χρησιμοποιούνται (καθώς μπορεί να μην είναι αξιόπιστα) αλλά και της διαφορετικής στάθμισης που λαμβάνουν τα διάφορα κριτήρια. Έτσι οι εταιρείες μπορεί να λαμβάνουν πολύ διαφορετικές βαθμολογίες από διαφορετικούς παρόχους.

## 2.3 Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και ESG

Οι εταιρείες πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους περιβαλλοντικούς, κοινωνικούς και παράγοντες διακυβέρνησης (ESG) στις Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, προκειμένου να επιτευχθεί η μέγιστη αξία και να υπάρχει γνώση επί των κινδύνων που θα αντιμετωπίσουν. Τα θέματα ESG κρίνονται όλο και πιο σημαντικά στις Σ&Ε, καθώς οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν αυξανόμενο έλεγχο και πίεση για διαφάνεια σχετικά με τον περιβαλλοντικό κίνδυνο, την κοινωνική δικαιοσύνη και την εταιρική διακυβέρνηση. Θα πρέπει λοιπόν, τα ενδιαφερόμενα μέρη να επιμερίσουν τον κίνδυνο στη συμφωνία και να πραγματοποιήσουν ενσωμάτωση των ESG, μετά το πέρας αυτής.

Τα θέματα ESG αντικατοπτρίζουν ένα σύνολο πολιτικών που, όπως αναφέραμε και στην προηγούμενη ενότητα, εστιάζουν σε περιβαλλοντικά, οικονομικά και κοινωνικά ζητήματα. Εάν οι εταιρείες τα εφαρμόσουν με επιτυχία και λάβουν υψηλή βαθμολογία ESG, τότε θα μπορούσαν να ισχυροποιήσουν την επωνυμία τους και να έχουν θετικό αντίκτυπο στην κοινωνία γενικότερα. Επομένως, γνωστοποιώντας τις απαραίτητες πληροφορίες κάθε επιχείρησης, αναγνωρίζει τη σημασία της και προωθεί αναλόγως τέτοιου είδους δραστηριότητες.

Με άλλα λόγια, είναι ένας τρόπος των εταιρειών να εκπέμψουν στα ενδιαφερόμενα μέρη, την πρόθεση δημιουργίας ενός προφίλ κοινωνικά υπεύθυνης εταιρείας, που θα επιτρέψει παράλληλα την μεγιστοποίηση των κερδών. Αυτή η διαδικασία είναι αμφίδρομη, αφού τα ενδιαφερόμενα μέρη λαμβάνουν σοβαρά υπόψη την έννοια των ESG.

Η επικέντρωση σε θέματα ESG βοηθά τους οργανισμούς στη δημιουργία αξίας και τη μείωση του κινδύνου, με αποτέλεσμα να γίνονται πιο ανθεκτικοί σε αυτά. Η συνεκτίμηση των παραγόντων ESG στις συναλλαγές συγχωνεύσεων και εξαγορών αυξάνεται αναμφισβήτητα. Η αποτυχία να ληφθούν υπόψη κρίσιμα στοιχεία ESG μπορεί να υπονομεύσει την επιτυχία και να οδηγήσει σε κακά επιχειρηματικά αποτελέσματα.

Μια από τις έρευνες που έχουν γίνει, είναι εκείνη της PwC. Το 2012 η PwC πραγματοποίησε μια σειρά συνεντεύξεων με εταιρικούς αγοραστές για να διερευνήσει τη δυναμική συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η έρευνα αποκάλυψε ότι η επίδοση της εταιρικής βιωσιμότητας μπορεί να επηρεάσει σημαντικά την αποτίμηση της συμφωνίας. Συγκεκριμένα, η μελέτη έδειξε ότι οι καλές παράμετροι ESG ενσωματώνονται ως επί το πλείστον στην αποτίμηση της εταιρείας-στόχου, ενώ οι αδύναμες μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τη διαπραγμάτευση μιας έκπτωσης στην τιμή απόκτησης. Από ποιοτική άποψη, αυτή η μελέτη καταδεικνύει τον βασικό ρόλο των θεμάτων ESG στις συναλλαγές συγχωνεύσεων και εξαγορών (PwC, 2012).

Σύμφωνα με προηγούμενες μελέτες, η ερμηνεία των ESG θεωριών στη δομή των Σ&Ε οδηγεί σε αύξηση της αξίας του αγοραστή. Στην πραγματικότητα, βάζοντας στόχο βιώσιμα υπεύθυνες εταιρείες, η εξαγοράστρια εταιρεία επωφελείται από τη μείωση κινδύνου και την ενισχυμένη φήμη. Με άλλα λόγια, μέσω των Σ&Ε οι πλειοδότες φαίνεται να λαμβάνουν υπόψη τα δεδομένα ESG των εταιρειών στόχων όσο και τις συνήθειες κωδικοποιημένες πτυχές της διαδικασίας δέουσας επιμέλειας.

Επομένως, οι εταιρείες με υψηλότερη βαθμολογία στα πρότυπα βιωσιμότητας μπορούν να συμβάλουν σημαντικά στη μείωση του κινδύνου μετά τη συγχώνευση και παράλληλα να συμβάλλουν στη βελτίωση της αποδοτικότητας. Σύμφωνα με τον Akta (2011), οι επενδυτές εισηγμένων εταιρειών τείνουν να ανταμείβουν τον αγοραστή για την επιλογή κοινωνικά και περιβαλλοντικά υπεύθυνων επενδύσεων με το λεγόμενο «πράσινο πριμ». Το πράσινο ασφάλιστρο υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ της τιμής προσφοράς και της τιμής αγοράς του στόχου (Chan&Walter,2014). Αντίθετα, ορισμένοι συγγραφείς, μελετώντας το «πράσινο πριμ» ως παράγοντα στο ασφάλιστρο απόκτησης, το όρισαν ως «το ασφάλιστρο που είναι διατεθειμένες να πληρώσουν οι πιθανές αγοράστριες εταιρείες που υποβάλλουν προσφορές για να αποκτήσουν ή να συγχωνευθούν με μια εταιρεία-στόχο που εμπλέκεται σε περιβαλλοντικά βιώσιμες δραστηριότητες» (Zhan,2019).

Οι μέτοχοι και οι επενδυτές εστιάζουν ολοένα και περισσότερο σε θέματα που αφορούν τα ESG. Επιλέγοντας επενδύσεις σε εταιρείες με ολοκληρωμένες γνωστοποιήσεις ESG, οι μέτοχοι και οι επενδυτές αποτελούν εφελκυστικό πίσω από την αυξανόμενη γνωστοποίηση των ESG. Αν λάβουμε ως δεδομένο ότι οι παράγοντες ESG συμπίπτουν με τις βασικές εταιρικές αξίες, η αποτυχία αντιμετώπισης ζητημάτων ESG μπορεί να έχει αρνητικά αποτελέσματα στη φήμη μιας εταιρείας. Ιδιαίτερα σε συναλλαγές, όπως είναι αυτές της συγχώνευσης ή εξαγοράς, οι επενδυτές και οι μέτοχοι θα πρέπει να κατανοούν τα θέματα ESG που σχετίζονται με τη συγκεκριμένη συναλλαγή, να αξιολογούν τυχόν κινδύνους και να αναγνωρίζουν τυχόν ευκαιρίες, καθώς και να διασφαλίζουν ότι υπάρχουν διαδικασίες για την παρακολούθηση της εταιρείας.

Στην έρευνα που διεξήχθη από τους Serafeim και Yoon (2021) εξετάστηκε πως οι τιμές των μετοχών επηρεάζονται από γνωστοποιήσεις σχετικά με τα ESG. Παρατηρήθηκε ότι οι τιμές των μετοχών μεταβάλλονται σε γνωστοποιήσεις που έχουν σχέση με ζητήματα που προσδιορίζονται ως οικονομικά σημαντικά και η μεταβολή είναι μεγαλύτερη για θετικές ειδήσεις που σχετίζονται με κοινωνικά ζητήματα. Επομένως, οι επενδυτές διαφοροποιούν τις αντιδράσεις τους με βάση το αν η είδηση επηρεάζει τα θεμελιώδη μεγέθη της εταιρείας. (Serafeim&Yoon,2021)

Ωστόσο τα ESG δεν έχουν ξεφύγει της αυστηρής κριτικής για τον αντίκτυπο τους. Ο Serafeim (2021) αναφέρει ότι η επένδυση σε περιουσιακά στοιχεία με χαμηλή επίδοση ESG, μπορεί να μειώσει την αγοραία αποτίμηση της εταιρείας επιτρέποντας σε ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια να την εξαγοράσουν. Αν η εταιρεία μετατραπεί σε ιδιωτική αυξάνεται ο κίνδυνος για μείωση της διαφάνειας. Η σωστή γνωστοποίηση των εκθέσεων και των πληροφοριών επιτρέπει στα ενδιαφερόμενα μέρη να επιλέξουν σε ποια εταιρεία θα επενδύσουν με βάση το προφίλ ESG.

Η βιβλιογραφία που μελετά τον αντίκτυπο των ESG στις Σ&Ε δεν έχει αναπτυχθεί επαρκώς. Στην πραγματικότητα, ο ρόλος του ESG είναι δύσκολο να αποτιμηθεί σε συναλλαγές όπως η Σ&Ε. Παρόλα αυτά, η σύνδεση μεταξύ βιώσιμων πρακτικών και απόδοσης της συγχώνευσης μπορεί να γίνει μέσω της θεωρίας των ενδιαφερόμενων μερών (stakeholder theory). Αυτή η θεωρία υποστηρίζει ότι οι μέτοχοι είναι μια από τις ομάδες που πρέπει να υπηρετεί μια εταιρεία. Παράλληλα, οποιοσδήποτε επηρεάζεται από αυτήν την εταιρεία ορίζεται ως ενδιαφερόμενος και η εταιρεία οφείλει να τους λαμβάνει υπόψη, προκειμένου να είναι επιτυχημένη. Για παράδειγμα, οι εργαζόμενοι, οι πελάτες, οι προμηθευτές κλπ είναι ενδιαφερόμενα μέρη, τα οποία η εταιρεία πρέπει να υπολογίζει. Σύμφωνα με τους Bettinazzi και Zollo (2017), ο προσανατολισμός των ενδιαφερόμενων μερών σε μια εταιρεία μπορεί να επηρεάσει τη διαδικασία Σ&Ε. Επεξηγηματικά, εταιρείες που έχουν υψηλότερες αποδόσεις ESG, τείνουν να προσανατολίζονται περισσότερο στα ενδιαφερόμενα μέρη. Ωστόσο, η βιβλιογραφία έχει καταλήξει σε αλληλοσυγκρουόμενα συμπεράσματα σχετικά με τα ενδιαφερόμενα μέρη και την επιρροή τους στις αποφάσεις των εταιρειών. (Salvi, 2018).

Ωστόσο ανακύπτει το εξής ζήτημα για τους επενδυτές, το οποίο ανέλυσαν οι Li και Polychronopoulos (2020). Οι πάροχοι αξιολόγησης ESG που υπάρχουν στην αγορά είναι μεγάλοι σε αριθμό και δεν συσχετίζονται μεταξύ τους. Επομένως οι αξιολογήσεις που παράγονται είναι διαφορετικές ακόμα κι όταν αναφερόμαστε σε ίδια δημοσιευμένα στοιχεία, ίδιο χρονικό ορίζοντα και ίδια εταιρεία, λόγω της διαφορετικής μέτρησης που γίνεται από κάθε πάροχο. Οι επενδυτές θα πρέπει να μελετούν και να γνωρίζουν τις διάφορες μεθοδολογίες αξιολόγησης των παρόχων και να επιλέγουν τον πάροχο, ο οποίος ευθυγραμμίζεται περισσότερο με τις δικές τους προτιμήσεις.

Καθώς οι εταιρείες, οι επενδυτές και οι μέτοχοι συνειδητοποιούν ολοένα και περισσότερο τους κοινωνικούς και περιβαλλοντικούς παράγοντες, είναι κρίσιμο να αξιολογούνται οι επενδυτικές ευκαιρίες μέσω μιας αξιολόγησης των ESG. Για το άμεσο μέλλον, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που αξιολογούνται μέσω ESG έχουν περισσότερες πιθανότητες για τη δημιουργία ανάπτυξης και την παροχή στις εταιρείες ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Θα είναι επίσης ζωτικής σημασίας για την εδραίωση της εμπιστοσύνης των ενδιαφερομένων. Για τους διαπραγματευτές επιχειρήσεων και κεφαλαίων, απαιτούνται

αποφασιστικά βήματα για τη μείωση του κινδύνου και τη μακροπρόθεσμη δημιουργία αξίας. Οι οργανισμοί που αναλαμβάνουν πρωτοβουλίες και ενστερνίζονται το ESG στις συγχωνεύσεις και εξαγορές θα είναι σε καλύτερη θέση για να επιτύχουν βιώσιμη ανάπτυξη και να προσαρμοστούν στις συνεχώς εξελισσόμενες προσδοκίες.

Δεδομένου ότι υπάρχουν επενδυτές που λαμβάνουν υπόψη μια σειρά από παραμέτρους σχετικά με τις εταιρείες στις οποίες επιθυμούν να επενδύσουν, οι δείκτες ESG παρέχουν ένα ολοκληρωμένο προφίλ για αυτές τις εταιρείες, καλύπτοντας τις ανησυχίες τους. Αυτό τους οδηγεί σε επενδύσεις που είναι κοινωνικά υπεύθυνες και τοποθετούν τα κεφάλαια τους σε εταιρείες που εκθέτει η διοίκηση τους υψηλές βαθμολογίες ESG.

Παρόλο που τα κριτήρια ESG είναι μη χρηματοοικονομικοί παράγοντες, παίζουν κυρίαρχο ρόλο στην απόδοση και την αξιολόγηση μιας εταιρείας. Η πλειονότητα των Acquirers ήδη έχει επίγνωση και εξετάζει τους παράγοντες ESG. Αυτό συμβαίνει προκειμένου να εξεταστεί κατά πόσο η εταιρική κουλτούρα της εταιρείας-στόχου μπορεί να ευθυγραμμιστεί με εκείνη της αγοράστριας και ποιες πιθανές υποχρεώσεις θα δημιουργηθούν στον αγοραστή από μια πιθανή συγχώνευση ή εξαγορά. Για παράδειγμα, η κατοχή ή διάθεση επικίνδυνων υλικών, θα μπορούσε να παραβιάζει την περιβαλλοντική νομοθεσία.

Για τους αγοραστές, αυτά βοηθούν στον μετριασμό του κινδύνου, ενώ παράλληλα για τις εταιρείες-στόχους η επίγνωση της βαθμολογίας των ESG μπορεί να βοηθήσει όσον αφορά τη μείωση του κόστους διαπραγμάτευσης και μετατρέποντας τις προσφορές συγχώνευσης σε πιο ελκυστικές. Η κατανόηση της δυναμικής της διοίκησης της εταιρείας και της αλληλεπίδρασης μεταξύ των ενδιαφερομένων μπορεί να διευκολύνει τις διαπραγματεύσεις και να κάνει την ενοποίηση μετά τη συγχώνευση ή την εξαγορά να εξελιχθεί πιο ομαλά.

Μια κρίσιμη πτυχή της διαδικασίας συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι η μετά τη συμφωνία ενσωμάτωση νέας ηγεσίας στην ήδη υπάρχουσα εταιρεία. Όσο υψηλότερη βαθμολογία ESG έχει μια εταιρεία στον πυλώνα διακυβέρνησης, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα να γίνει με επιτυχία αυτή η ενοποίηση. Αυτό ωφελεί και τα δύο εμπλεκόμενα μέρη στη συγχώνευση.

Οι εταιρείες που έχουν υψηλότερη βαθμολογία ESG, συχνά έχουν πλήρη επίγνωση των επερχόμενων αλλαγών που θα επηρεάσουν ουσιαστικά την επιχείρησή τους. Σε ένα ευρύτερο φάσμα, είναι ικανή να εντοπίσει τις πιθανές υποχρεώσεις, όπως αγωγές, μείωση της πελατειακής βάσης, ζητήματα προμηθευτών ή την πρόκληση των μετόχων πριν από το κλείσιμο της συμφωνίας. Ο έγκαιρος εντοπισμός αυτών μπορεί να βοηθήσει και τις δύο πλευρές στην αντιμετώπιση και τη διαπραγμάτευση αυτών των ζητημάτων.

Από την άλλη μεριά, οι διευθυντές έχουν καθήκον να ενεργούν προς το συμφέρον της εταιρείας. Συμφέρον της εταιρείας θεωρείται το συμφέρον των μετόχων. Οι διευθυντές και κατά συνέπεια οι επιχειρήσεις τις οποίες διοικούν, πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους κινδύνους ESG για να επιτύχουν μόνιμη εμπορική βιωσιμότητα. Αυτή η αύξηση της δραστηριότητας που σχετίζεται με το ESG οδηγεί τις εταιρείες να μεταμορφώσουν επείγοντως τις βασικές στρατηγικές τους και πιθανόν τις λειτουργίες τους.

Οι διευθυντές αλλάζοντας τις στρατηγικές τους, στην προσπάθεια αύξησης της βαθμολογίας τους που σχετίζεται με τα ESG, στοχεύουν στη βελτίωση της απόδοσης της εταιρείας τους. Αυτό μπορεί να επισπεύσει τη διαδικασία της συμφωνίας, να αυξήσει το ποσοστό επιτυχίας ή να αυξήσει την τιμή προσφοράς, όμως δεν εγγυάται την οικονομική επιτυχία της συγχώνευσης. Ωστόσο, οι επενδυτές της αγοράς μπορεί να κρίνουν αυτές τις αλλαγές υπερβολικά κοστοβόρες και να εγείρουν ανησυχίες.

Η βιωσιμότητα φέρνει στο προσκήνιο το ζήτημα των βραχυπρόθεσμων έναντι των μακροπρόθεσμων κερδών. Η εστίαση στις μακροπρόθεσμες οικονομικές επιδόσεις, οδηγεί τις εταιρείες μακριά από βραχυπρόθεσμα κέρδη που μπορεί να είναι επιβλαβή για το περιβάλλον και να βλάψουν την κοινωνία. Ωστόσο, οι βραχυπρόθεσμες δαπάνες που μπορεί να προκύψουν λόγω της μακροπρόθεσμης προσέγγισης δεν τοποθετούνται σε συγκεκριμένο πλαίσιο από τους θεωρητικούς ενώ η διοίκηση είναι υποχρεωμένη να κατανοήσει τη σημασία του κόστους αυτού και να κρίνει την προσαρμογή της σε αυτά.

Οι δείκτες Περιβαλλοντικής, Κοινωνικής και Διακυβέρνησης (ESG) ποσοτικοποιούν το παραπάνω πλαίσιο σε μετρήσιμα κριτήρια για τους επενδυτές. Ο περιβαλλοντικός δείκτης μετρά τις εκπομπές αερίων και υπολογίζει πιθανή διαχείριση αποβλήτων ή μπορεί να συνδέει τις δραστηριότητες με επιμέρους δείκτες βιωσιμότητας. Ο κοινωνικός δείκτης μετρά τη διαφορετικότητα μεταξύ των εταιρειών. Οι εργαζόμενοι και η ευημερία τους μπορεί να είναι παραδείγματα εσωτερικής κοινωνικής ανησυχίας, ενώ ένας δείκτης προστασίας των καταναλωτών μπορεί να μετρήσει τις εξωτερικές κοινωνικές ανησυχίες. Τέλος, ο δείκτης διακυβέρνησης αναφέρεται στα στελέχη της εταιρείας ή στις σχέσεις μεταξύ όλων των εργαζομένων.

Οι αλλαγές στη νοοτροπία και στην ευαισθητοποίηση των καταναλωτών, τα ρυθμιστικά πλαίσια που διατηρούνται και οι προσδοκίες των εργαζομένων οδήγησαν τους επενδυτές να ανακατανεύσουν ένα αξιολογούμενο ποσό επενδύσεων, σε επενδύσεις που επιτάσσουν τα ESG. Οι παράγοντες ESG αποτελούν πραγματικό κίνδυνο για τους μετόχους τώρα που οι απώλειες είναι απτές και μετρήσιμες, επηρεάζοντας άμεσα τη δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών. Οι εταιρείες επιβάλλεται επίσης να εξετάσουν τις επιπτώσεις του ESG στη χρηματοδότηση, καθώς η πρόσβαση σε κεφάλαια για τις

επιχειρήσεις μπορεί να περιορίζεται από τις κακές αξιολογήσεις ESG και την κακή επίδοση. Οι δανειστές και οι θεσμικοί επενδυτές έχουν καταστήσει σαφές ότι οι επιχειρήσεις πρέπει να θέτουν το ESG ως προτεραιότητα, διαφορετικά κινδυνεύουν να χάσουν τη χρηματοδότηση.

Συμπερασματικά, οι εκτιμήσεις ESG γίνονται όλο και πιο σημαντικές στη λήψη επιχειρηματικών αποφάσεων από τους επενδυτές όταν εξετάζουν συναλλαγές συγχωνεύσεων και εξαγορών. Αυτές οι εκτιμήσεις επηρεάζουν τις αποφάσεις των επενδυτών στο να εκχωρήσουν ορισμένους πόρους, ενώ άλλοι μπορεί να επιλέξουν να μην συνεργαστούν με μια εταιρεία-στόχο με αδύναμο ιστορικό ESG. Στις ΗΠΑ, οι αγοραστές αρχίζουν να αξιολογούν τους κινδύνους και τις ευκαιρίες ESG στην εταιρεία-στόχο, σε σχέση με τις πολιτικές τους για τα ESG για να συγκρίνουν το επίπεδο που συγκλίνουν οι στρατηγικές τους. Ως αποτέλεσμα, γίνεται ολοένα και πιο σύνηθες, ακόμη και για ιδιωτικές εταιρείες, να προσέχουν γενικά τις πρακτικές ESG που υιοθετούν και να προετοιμάζουν τις πληροφορίες ESG που θα δημοσιεύσουν στα αρχικά στάδια μιας συμφωνίας, καθώς οι πιθανοί αγοραστές θα αξιολογήσουν τις πρακτικές ESG του στόχου, επηρεάζοντας την τιμή προσφοράς.

Οι εκτιμήσεις ESG μπορούν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στη φάση της δέουσας επιμέλειας. Αν και δεν υπάρχουν ενοποιημένες μετρήσεις για την ακριβή αξιολόγηση της σημαντικότητας των παραγόντων ESG υπάρχουν ορισμένα στοιχεία που πρέπει να έχουν υπόψη οι αγοραστές. Κατά την προετοιμασία του υλικού επιμέλειας ESG, το πρώτο βήμα είναι να εξεταστεί εάν υπάρχουν δεδομένα ESG, ποιοι δείκτες και να αξιολογηθεί η ακρίβεια των δεδομένων. Από εκεί, οι κίνδυνοι θα πρέπει να προσδιορίζονται, να αξιολογούνται και να αποτυπώνονται στην αντίστοιχη τιμή προσφοράς.

Όταν οι αγοραστές εξετάζουν αν θα συνεχίσουν μια συναλλαγή και με ποιο κόστος, εξετάζουν αν οι δραστηριότητες τους είναι νόμιμες. Ενδιαφέρονται κυρίως, για το αν οι τρέχουσες επιχειρηματικές πρακτικές του στόχου θα αξιολογηθούν ευνοϊκά από τα ενδιαφερόμενα μέρη και πως η εταιρεία-στόχος με βάση τις εκτιμήσεις ESG φαίνεται ότι θα εξελιχθεί στο μέλλον.

Εφόσον οι επενδυτές λαμβάνουν πλέον σοβαρά υπόψη τους τις πρακτικές βιωσιμότητας που ακολουθεί μια εταιρεία, κατ'επέκταση η ίδια η εταιρεία θα πρέπει να το λαμβάνει εξίσου σοβαρά υπόψη. Ιδιαίτερα για επιχειρήσεις που επιθυμούν μια σταθερή ανάπτυξη, η οποία συνεπάγεται από την αύξηση της απόδοσης των μετοχών της, θα πρέπει να επιδιώκεται η τήρηση των βιώσιμων πολιτικών, η αξιολόγηση και η γνωστοποίηση τους. Φυσικά, η αλλαγή τέτοιων πρακτικών επιφέρει κόστη και πιθανά προβλήματα, τα οποία κάθε εταιρεία επιβάλλεται να προεξοφλήσει και μετέπειτα να αντιμετωπίσει. Οι επενδύσεις με ESG γίνονται συνεχώς πιο σημαντικές και οι εταιρείες που επιθυμούν την ανάπτυξη, θα πρέπει να προσαρμοστούν.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

#### 3.1 : Δεδομένα- Δείγμα

Για την υλοποίηση του εμπειρικού κομματιού της συγκεκριμένης εργασίας συλλέχθηκε δείγμα από τη βάση δεδομένων Thomson Reuters EIKON για αγοράστριες εταιρείες των ΗΠΑ εισηγμένες στον S&P500 (NYSE, NASDAQ) .

Ορίστηκαν κάποια κριτήρια βάσει των οποίων έγινε η συλλογή. Αυτά είναι τα εξής:

1. Η χρονική περίοδος συλλογής του δείγματος, με βάση τις ημερομηνίες ανακοίνωσης, ορίστηκε η 01/01/2015 έως 01/01/2022 .
2. Οι αγοράστριες εταιρείες επιλέξαμε να είναι δημόσια εισηγμένες (public) ενώ οι εταιρείες στόχοι δημόσιες, ιδιωτικές, κοινοπραξίες ή θυγατρικές .
3. Το ποσοστό συμμετοχής της αγοράστριας εταιρίας στην εταιρία στόχο έπρεπε να είναι μικρότερο του 10% πριν τη συγχώνευση και μεγαλύτερο του 50% μετά τη συμφωνία.
4. Συμπεριλήφθηκαν μόνο ολοκληρωμένες Συγχωνεύσεις και Εξαγορές.
5. Για όλες τις εταιρείες έπρεπε να υπάρχουν διαθέσιμες τιμές μετοχών τουλάχιστον 260 ημέρες πριν την ανακοίνωση της προσφοράς και ένα μήνα μετά.
6. Εξαιρέθηκαν από το δείγμα οι εξής συναλλαγές : Divestiture, Bankruptcy Acquisition, Spin-offs, Litigation, Recapitalizations, Proxy Fight, Self-tenders, Exchange offers, Repurchases, Restructuring, Failed Bank, MBOs(Management Buy-Outs), LBOs(Leveraged Buy-Outs), Reverse LBO, Financial Acquirer, Reverse Takeover, Collar, Property Acquisition, Minority Stake Purchases.

Βεβαίως σε όλα τα ανωτέρω φίλτρα, εξαιρέθηκαν από το δείγμα όλες εκείνες οι Σ&Ε για τις οποίες έστω και μια παράμετρος είχε την περιγραφή Not Applicable σε κάποια από τα διάφορα κριτήρια.



Έπειτα, συλλέχθηκαν δεδομένα για τις βαθμολογίες ESG από τη βάση δεδομένων Thomson Reuters EIKON. Συγκεκριμένα, χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης ESG Comdined (ESGC), όπου παρέχει μια ολοκληρωμένη αξιολόγηση σχετικά με τον αντίκτυπο και τη συμπεριφορά της εταιρείας στη βιωσιμότητα. Τα δεδομένα αφορούσαν την ετήσια βαθμολογία που έλαβαν οι εταιρείες για το χρονικό διάστημα 01/01/2015 έως 01/01/2022. Με βάση τον μέσο όρο διαχωρίστηκε το δείγμα μας σε δύο υπο-δείγματα. Το πρώτο αφορά τις αγοράστριες εταιρείες που έχουν λάβει υψηλή βαθμολογία ESG, ενώ το δεύτερο αφορά εκείνες με χαμηλή επίδοση ESG.

Αρχικός μας στόχος, ήταν ο έλεγχος της αντίδρασης της αγοράς κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης της Σ&Ε για αγοράστριες εταιρείες υψηλής επίδοσης ESG που συγχωνεύονται με εταιρείες στόχους υψηλής βαθμολογίας ESG, σε σύγκριση με αγοράστριες εταιρείες χαμηλής επίδοσης ESG που συγχωνεύονται με εταιρείες στόχους αντίστοιχης επίδοσης ESG. Στην προσπάθεια μας αυτή, διαπιστώσαμε ότι ο αριθμός των εταιρειών στόχων που μπορούσαν να συμπεριληφθούν στο δείγμα με υψηλή επίδοση ESG ήταν ιδιαίτερα μικρός, ιδιαίτερα σε σχέση με το αντίστοιχο δείγμα χαμηλής επίδοσης. Αυτό συμβαίνει διότι οι εταιρείες στόχοι του δείγματος, κατά κύριο λόγο, δεν έχουν δημοσιοποιήσει γνωστοποιήσεις σχετικές με πρακτικές ESG, επομένως, δεν υπάρχουν δεδομένα για τη βαθμολογία αυτών.

Το τελικό δείγμα περιλαμβάνει 180 πράξεις Σ&Ε που ολοκληρώθηκαν στις ΗΠΑ από εγχώριες εταιρείες για την περίοδο 01/01/2015 έως 01/01/2022. Οι πράξεις αυτές αφορούν τους κλάδους της υγείας, της ενέργειας, των ακινήτων, της τεχνολογίας, των οικονομικών-συμπεριλαμβανομένων των τραπεζών-των τηλεπικοινωνιών και των υπηρεσιών. Η πληρωμή έγινε είτε με μετρητά, είτε με ανταλλαγή μετοχών, είτε με συνδυασμό αυτών των δύο.

### **3.2 : Μεθοδολογία**

Προκειμένου να ελεγχθεί εάν οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές δημιουργούν ή καταστρέφουν την αξία για τα ενδιαφερόμενα μέλη και τους μετόχους έχουν αναπτυχθεί δύο βασικές μέθοδοι. Η πρώτη αφορά τη χρήση λογιστικών μεγεθών στην ενοποιημένη πλέον εταιρεία, συγκρίνοντας την πορεία των μεγεθών πριν και μετά τη συγχώνευση.

Η δεύτερη μέθοδος, που απαιτεί την αποδοχή της αποτελεσματικότητας των αγορών (Efficient Market Hypothesis, Fama, 1970) είναι η λεγόμενη event study analysis ή η μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων. Η μέθοδος αυτή προσπαθεί να εκτιμήσει την επίπτωση του γεγονότος πάνω στον πλούτο των μετόχων τόσο του υποψήφιου αγοραστή όσο και της εταιρείας στόχου εξαγοράς.

## A. Μέθοδος Μη Κανονικών Αποδόσεων (Abnormal Returns ή Event Study Methodology)

Η μέθοδος αυτή έγινε ευρέως γνωστή έπειτα από την αποδοχή της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών (Efficient Market Hypothesis). Η συγκεκριμένη μέθοδος αυτή συγκρίνει τις πραγματικές αποδόσεις (actual returns) των μετοχών των υποψήφιων αγοραστών (bidders) και των εταιριών στόχων εξαγοράς (targets) κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης του bid μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσής του, με τις αντίστοιχες προβλεπόμενες αποδόσεις (expected returns) στη διάρκεια της ίδιας περιόδου, που έχουν υπολογισθεί βάσει ιστορικών στοιχείων μιας περιόδου η οποία δεν επηρεάζεται από το συγκεκριμένο γεγονός. Η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων ονομάζεται abnormal return (AR) και οφείλεται στο συγκεκριμένο γεγονός. (Ball, Brown, 1968, Fama, 1969)

Οι χρηματιστηριακές τιμές ενσωματώνουν πλήρως και άμεσα τις προσδοκίες των επενδυτών με βάση όλη την διαθέσιμη πληροφόρηση και ως εκ τούτου η ανακοίνωση ενός γεγονότος θα προκαλέσει ταχύτερη προσαρμογή της τιμής της μετοχής. Εάν η διαφορά αυτή είναι θετική τότε η συγχώνευση δημιουργεί αξία, εάν είναι αρνητική τότε η συγχώνευση καταστρέφει την αξία, ενώ αν είναι μηδενική τότε η επίπτωση της συγχώνευσης είναι ουδέτερη.

Η μη κανονική απόδοση δίνεται από τον τύπο :

$$AR_{jt} = R_{jt} - E(R_{jt}) \quad (1)$$

Όπου  $j = 1, 2, \dots, N$  μετοχές του δείγματος

$t = 1, 2, \dots, N$  μήνες ή ημέρες

$R_{jt}$  = αποδόσεις μετοχών  $j$  σε  $t$  χρονικά διαστήματα

$E(R_{jt})$  = προβλεπόμενες αποδόσεις μετοχών  $j$  σε  $t$  χρονικά διαστήματα

$$t = (-30, +30)$$

Υπάρχουν έτσι, δύο χρονικές περίοδοι. Αυτές είναι, η περίοδος υπολογισμού (Estimation Period) των «καθάρων» αποδόσεων και η περίοδος παρατηρήσεως (Observation Period) που μπορεί να κατανεμηθεί σε ξεχωριστές υποπεριόδους, τα λεγόμενα Event Windows. Η ημερομηνία του γεγονότος λέγεται event day και τοποθετείται στη χρονική περίοδο εξέτασης στο σημείο 0. Συνήθως, το estimation period τελειώνει 1-3 μήνες ή ένα διάστημα ημερών πριν και μετά το σημείο 0 για να αντιμετωπισθεί το φαινόμενο της προεξόφλησης του γεγονότος του bid από την αγορά που μπορεί να οφείλεται σε διαρροή πληροφοριών. (Κυριαζής, 2007) Στην παρούσα εργασία εξετάζουμε την περίοδο παρατήρησης για διάστημα 30 ημερών πριν και μετά το γεγονός της Σ&Ε. Η περίοδος υπολογισμού των

προβλεπόμενων αποδόσεων ορίζεται για χρονικό διάστημα 260 ημερών έως 31 ημέρες πριν από την ημέρα ανακοίνωσης της Σ&Ε.

Ο υπολογισμός των πραγματικών αποδόσεων  $R_{jt}$ , γίνεται βάσει των μεταβολών τιμών των μετοχών και των μερισμάτων ( με την υπόθεση ότι αυτά επανεπενδύονται), κατά την περίοδο ανακοίνωσης. Από την άλλη, η μέτρηση των προβλεπόμενων αποδόσεων  $E(R_{jt})$ , τα οποία λέγονται και Benchmark Returns εκτιμάται με την ανάλυση παλινδρομήσεως (regression analysis) με τη βοήθεια υποδειγμάτων, όπως το Market Model.

Προκειμένου να εξαχθούν τα απαραίτητα συμπεράσματα θα πρέπει αφού υπολογισθούν τα ARs, για κάθε επιχείρηση  $j$  του δείγματος  $N$ , σε κάθε σημείο  $t$  (-30,+30), στη συνέχεια να υπολογισθεί ο μέσος όρος αυτών των αποδόσεων και το άθροισμα των μέσων όρων μέσα στο χρόνο, αφού γίνουν οι κατάλληλοι έλεγχοι στατιστικής σημαντικότητας.

Η μέση μη κανονική απόδοση ( $AAR_t$ ) δίνεται από τον τύπο :

$$AAR = \sum_{j=1}^N \frac{AR}{N} \quad (2)$$

Όπου  $j=1,2,\dots,N$  ο αριθμός των επιχειρήσεων του δείγματος.

$AAR_t$  : η μη κανονική απόδοση κάθε επιχείρησης σε  $j$  χρόνο  $t$  (-30,+30)

Ενώ η Αθροιστική Μέση Μη Κανονική Απόδοση (Cumulative Average Abnormal Return) δίνεται από τον τύπο :

$$CAAR = \sum AAR \quad (3)$$

Όπου το  $CAAR_t$  είναι η αθροιστική απόδοση αυτών στην ίδια χρονική περίοδο.

Για την ανάλυση και την επεξεργασία των δεδομένων της παρούσας διπλωματικής χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος Event Study Analysis, η οποία είναι η κυριότερη μέθοδος που χρησιμοποιείται στις έρευνες που μελετούν την αποδοτικότητα των πράξεων των Σ&Ε.

Τα βήματα που ακολουθούνται για την πραγματοποίηση ενός Event Study είναι τα εξής:

1. Ο προσδιορισμός των ημερομηνιών της πραγματοποίησης του γεγονότος, δηλαδή της πράξης της Σ&Ε. Για την ολοκλήρωση του βήματος αυτού, αντλήσαμε τις ημερομηνίες ανακοίνωσης από τη βάση δεδομένων του Refinitiv.
2. Ο ορισμός του event window, το οποίο ορίσαμε στις 61 ημέρες. Στη συγκεκριμένη έρευνα, αντλήσαμε τις τιμές για τις μετοχές για 260

ημέρες πριν την ανακοίνωση του γεγονότος, δηλαδή της συγχώνευσης ή της εξαγοράς. Ωστόσο, για την εκτίμηση του υποδείγματος της αγοράς (market model) λαμβάνουμε τις τιμές για 30 ημέρες πριν από την ανακοίνωση της συγχώνευσης(περίοδος εκτίμησης) και έως 30 ημέρες μετά το γεγονός, συμπεριλαμβανομένης της ημερομηνίας ανακοίνωσης (ημέρα 0), προκειμένου να ελέγξουμε την απόδοση.

3. Ο υπολογισμός των πραγματικών αποδόσεων (R) των μετοχών για την επιλεγμένη περίοδο και τις αναμενόμενες αποδόσεις του επιλεγμένου υποδείγματος της αγοράς, προκειμένου η διαφορά τους να μας δώσει την μη κανονική απόδοση (AR).
4. Ο υπολογισμός της στατιστικής σημαντικότητας των μη κανονικών αποδόσεων και των αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων μέσω της παλινδρόμησης.
5. Ο έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας των μη κανονικών αποδόσεων και των αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων.

Η μεθοδολογία αυτή ακολουθείται με σκοπό τον έλεγχο των διαστρωματικών μέσω σωρευτικών μη κανονικών αποδόσεων εάν είναι στατιστικά διαφορές του μηδενός.

$$H_1 : AAR \neq 0 \quad H_0 : AAR = 0$$

$$H_1 : CAAR \neq 0 \quad H_0 : CAAR = 0$$

Ομοίως εάν οι διαστρωματικές σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις είναι θετικές κατά μέσο όρο, τότε αυτό σημαίνει ότι η διενέργεια των Σ&Ε οδήγησε σε ενίσχυση της αξίας για τους μετόχους της εξαγοράστριας εταιρείας. Αντιθέτως, εάν είναι αρνητική τότε οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι η αξία για τους μετόχους έχει μειωθεί. Ουσιαστικά, η στατιστική σημαντικότητα των μη κανονικών αποδόσεων επιβεβαιώνει ή απορρίπτει εάν το γεγονός αυτό είχε σημαντική ή μηδαμινή επίδραση στις μετοχές των αγοραστριών εταιρειών (Morck&Yeung,1992)

Ωστόσο, ο υπολογισμός των προβλεπόμενων ή κανονικών αποδόσεων  $E(R_{jt})$ , μπορεί να υπολογισθεί βάσει διαφόρων υποδειγμάτων, όπως το υπόδειγμα της αγοράς (Market Model), το υπόδειγμα μέσω προσαρμοσμένων αποδόσεων ( Mean Adjusted Return Model), το υπόδειγμα δείκτη αγοράς (Market Adjusted Return Model ή Market Index Model) και το μοντέλο αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (CAPM). Στη συνέχεια, αναλύουμε το υπόδειγμα το οποίο χρησιμοποιήσαμε για την έρευνα μας:

## Market Model

Αυτό το υπόδειγμα συσχετίζει την απόδοση των μετοχών των επιχειρήσεων του δείγματος με την απόδοση ενός benchmark portfolio που συνήθως είναι ο Γενικός Δείκτης της αγοράς. Με αυτή τη διαδικασία οι αποδόσεις λαμβάνουν υπόψη τον κίνδυνο της αγοράς.

$$R_{jt} = a_j + b_j R_{mt} + e_{jt} \quad (4)$$

$a_j$  = σταθερός όρος

$b_j$  = το βήτα της αγοράς που δείχνει τη μεταβλητότητα της μετοχής σε σχέση με την αγορά

$R_{mt}$  = η απόδοση του γενικού δείκτη της αγοράς

$e_{jt}$  = error term

Οι παράμετροι  $a$  και  $\beta$  υπολογίζονται κατά τη διάρκεια της estimation period με την παλινδρόμηση του  $R_{jt}$  στο  $R_{mt}$ , αποθηκεύονται για να χρησιμοποιηθούν στη συνέχεια για να υπολογίσουν τις προβλεπόμενες αποδόσεις για το observation period. Η νέα εξίσωση παλινδρόμησης για τις προβλέψεις των αποδόσεων δίδεται από τον τύπο:

$$E(R_{jt}) = E(a_j \text{estim}) + E(b_j \text{estim}) R_{mt} + e_{jt} \quad (5)$$

Όπου  $R_{mt}$  = η πραγματική απόδοση του δείκτη της αγοράς.

## ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

Όπως αναλύθηκε και παραπάνω, το δείγμα μας αποτελείται από το σύνολο των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν στις ΗΠΑ, κατά την περίοδο 2015-2022.

Τα δεδομένα αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων Reuters EIKON της Refinitiv για το σύνολο της περιόδου. Από το δείγμα εξαιρέθηκαν οι επαναγορές μετοχών, οι ανακεφαλαιοποιήσεις, οι αποσχίσεις των εταιρειών, οι προσφορές ανταλλαγής, οι εξαγορές πακέτων μειοψηφίας και οι ενδοεταιρικές πράξεις.

Στην εμπειρική μας ανάλυση, προκειμένου να εκτιμηθεί η δημιουργία αξίας μέσω των Σ&Ε, πραγματοποιούμε την εκτίμηση με εναλλακτικά μέτρα. Η μεθοδολογία βασίζεται στον υπολογισμό των AR και CAAR των μετοχών των αγοραστριών εταιρειών.

Για τον υπολογισμό αυτό χρησιμοποιούμε δεδομένα για τις ημερήσιες τιμές των μετοχών, αφαιρώντας τις αργίες (συμπεριλαμβανομένων των Σαββατοκύριακων). Αντίστοιχα, για τον δείκτη αναφοράς, ο οποίος είναι ο S&P500 Composite, με χρονικό ορίζοντα 260 ημέρες πριν την ανακοίνωση του γεγονότος.

Στη συνέχεια, υπολογίζουμε τις αποδόσεις των μετοχών με τον τύπο:

$$R_{it} = \ln \left( \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) \quad (6)$$

Όπου το  $R_{it}$  εκφράζει την ημερήσια απόδοση της μετοχής μεταξύ των ημερών  $t$  και  $t-1$ .

Αντίστοιχα οι μεταβλητές  $P_{i,t}$  και  $P_{i,t-1}$  εκφράζουν τις τιμές των μετοχών για τη μετοχή  $i$  τις ημέρες  $t$  και  $t-1$ .

Εν συνεχεία, προβαίνουμε στην εκτίμηση του υποδείγματος της Αγοράς (Market Model) για την εκτίμηση των αναμενόμενων αποδόσεων των μετοχών. Ο υπολογισμός των συντελεστών ευαισθησίας  $\beta$  (beta) και  $\alpha$  (alpha) πραγματοποιείται με την εκτίμηση του ακόλουθου υποδείγματος.

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} + e_{it} \quad (7)$$

Οι εκτιμήσεις των παραμέτρων πραγματοποιήθηκαν μέσω του Excel . Το υπόδειγμα εκτιμήθηκε για την περίοδο εκτίμησης που αφορούσε 230 ημέρες πριν την περίοδο 30 ημερών από την ανακοίνωση της Σ&Ε.

Μέσω αυτής της διαδικασίας εκτιμώνται οι μεταβλητές  $a_i$  και  $b_i$  για κάθε μετοχή, ως προς το δείκτη αναφοράς. Η εκτίμηση του υποδείγματος της αγοράς πραγματοποιείται για την εκτίμηση των αναμενόμενων αποδόσεων των μετοχών. Οι αναμενόμενες αποδόσεις αφαιρούνται από τις πραγματοποιηθείσες για τον υπολογισμό μη κανονικών αποδόσεων. Οι μη κανονικές αποδόσεις υπολογίζονται από τον τύπο :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) = R_{it} - (a_i + b_i R_{mt}) \quad (8)$$

Όπου το  $E(AR_{it})$  εκφράζει την αναμενόμενη/ προσδοκώμενη απόδοση της μετοχής εάν δεν συνέβαινε το συγκεκριμένο γεγονός, όπως αυτή προκύπτει από το Market Model.

Η μέγιστη περίοδος παρατήρησης είναι 30 ημέρες πριν και μετά το γεγονός. Για την εξαγωγή των κατάλληλων συμπερασμάτων θα πρέπει να υπολογίσουμε τις μέσες μη κανονικές αποδόσεις (Average Abnormal Return) για όλες τις εταιρείες ξεχωριστά και τις αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις (Cumulative Average Abnormal Return) για τα event windows που έχουμε ορίσει.

Ο έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας των μέσων μη κανονικών αποδόσεων (AAR) και των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων (CAAR) γίνεται μέσω των t-stat. Οι τύποι για τα t-stats είναι οι εξής:

$$t - stat(AAR) = \frac{AAR}{s} \quad (9)$$

$$t - stat(CAAR) = \frac{CAAR}{s * \sqrt{T}} \quad (10)$$

Όπου

- ✓ AAR : Μέση μη κανονική απόδοση των εταιρειών του δείγματος
- ✓ CAAR : Αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση των εταιρειών του δείγματος
- ✓ S : Τυπική απόκλιση των AARs της περιόδου υπολογισμού (-260,-31 ημέρες πριν την ημέρα 0, δημόσια ανακοίνωση εξαγοράς)
- ✓ T : Ημέρες που συμπεριλαμβάνονται στο Event Window (-30,+30)

Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε με σκοπό τον έλεγχο των μέσων μη κανονικών αποδόσεων εάν είναι στατιστικά διάφορες του μηδενός. Ομοίως, εάν οι σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις είναι θετικές κατά μέσο όρο, τότε αυτό σημαίνει ότι η Συγχώνευση και η Εξαγορά οδήγησε σε ενίσχυση της αξίας για τους μετόχους της εξαγοράστριας εταιρείας. Αντιθέτως, εάν είναι αρνητική τότε συμπεραίνουμε ότι η αξία για τους μετόχους έχει μειωθεί. Ουσιαστικά, η στατιστική σημαντικότητα των μη κανονικών αποδόσεων επιβεβαιώνει ή απορρίπτει εάν το συμβάν αυτό είχε σημαντική ή μηδαμινή επίδραση στις μετοχές των αγοραστριών εταιρειών (Morck&Yeung,1992).

## B. Μεθοδολογία βαθμολόγησης Refinitiv ESG

Η Refinitiv είναι μια από τις μεγαλύτερες εταιρείες παροχής χρηματοοικονομικών δεδομένων με έδρα στο Λονδίνο. Οι βαθμολογίες ESG από τη Refinitiv κυκλοφόρησαν το 2015 ως βελτίωση και αντικατάσταση των παλαιών αξιολογήσεων ASSET4, ενός εξειδικευμένου παρόχου δεδομένων ESG που εξαγοράστηκε από την Thomson Reuters το 2009 για να αποτελέσει τη βάση της βαθμολόγησης ESG. Παρέχει λεπτομέρειες σχετικά με τα ESG scores για περισσότερες από 11800 εταιρείες παγκοσμίως. (Refinitiv). Οι

βαθμολογίες ESG έχουν σχεδιαστεί για να παρέχουν διαφάνεια και αντικειμενικότητα της σχετικής απόδοσης και της απόδοσης σε 10 ζητήματα με βάση δεδομένα που δημοσιεύονται στο κοινό, όπως ετήσιες αναφορές, εταιρικές ιστοσελίδες και CSR αναφορές.

Οι βαθμολογίες περιβαλλοντικών και κοινωνικών πυλώνων που δημοσιεύονται ενσωματώνουν μετρήσεις αξιολόγησης εταιρειών του ίδιου κλάδου, ενώ οι βαθμολογίες διακυβέρνησης ενσωματώνουν μετρήσεις εταιρειών της ίδιας χώρας ανεξάρτητα με τον κλάδο. Ο λόγος που συμβαίνει αυτό είναι ότι οι πρακτικές διακυβέρνησης είναι πιο σταθερή μεταξύ χωρών παρά βιομηχανιών, σε αντίθεση με τους πυλώνες του περιβάλλοντος και τον κοινωνικό, που είναι πιο σταθερή μεταξύ βιομηχανιών. Έτσι, επιτυγχάνεται η συγκρισιμότητα μεταξύ των μετρήσεων.

Τα δεδομένα που δημοσιοποιούνται στο κοινό επαληθεύονται και έπειτα προσμετρούνται στην επίδοση ESG των εταιρειών. Η απόδοση καταγράφεται με βάση 450 μέτρα ESG σε επίπεδο εταιρείας, εκ των οποίων ένα υποσύνολο των 186 αφορά συγκρισιμότητες ανά βιομηχανία και διαμορφώνει τη διαδικασία αξιολόγησης και βαθμολόγησης της εταιρείας. Τα μέτρα ομαδοποιούνται σε 10 κατηγορίες που σχηματίζουν την τελική βαθμολογία ESG. Η τελική βαθμολογία αντικατοπτρίζει την απόδοση, τη δέσμευση και την αποτελεσματικότητα της ESG της εταιρείας. Για κάθε κατηγορία διαχωρίζονται τρεις βαθμολογίες, η περιβαλλοντική, η κοινωνική και η εταιρική διακυβέρνηση. Η τελική βαθμολογία ESG είναι ένα αποτέλεσμα σταθμισμένου αθροίσματος.

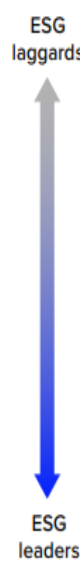
Η μεθοδολογία που έχει υιοθετήσει η εταιρεία για τον υπολογισμό της βαθμολογίας κάθε κατηγορίας είναι εκατοστημοριακού βαθμού και υπολογίζεται για τις 10 κατηγορίες. Βάσει της μεθοδολογίας εξετάζονται τρεις βασικοί παράγοντες:

- ✓ Πόσες εταιρείες είναι χειρότερες από την τρέχουσα;
- ✓ Πόσες εταιρείες έχουν την ίδια αξία;
- ✓ Πόσες εταιρείες δεν έχουν καθόλου αξία;



Πίνακας 1 : Βαθμολογία ESG score

Score range	Grade	Description
0.0 <= score <= 0.083333	D -	"D" score indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.083333 < score <= 0.166666	D	
0.166666 < score <= 0.250000	D +	
0.250000 < score <= 0.333333	C -	"C" score indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.333333 < score <= 0.416666	C	
0.416666 < score <= 0.500000	C +	
0.500000 < score <= 0.583333	B -	"B" score indicates good relative ESG performance and above-average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.583333 < score <= 0.666666	B	
0.666666 < score <= 0.750000	B +	
0.750000 < score <= 0.833333	A -	"A" score indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.833333 < score <= 0.916666	A	
0.916666 < score <= 1	A +	



Οι κύριες υποθέσεις που εξετάζουμε στο υπόδειγμα της εργασίας είναι :

- $H_1$  : η αντίδραση της αγοράς κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης του συμβάντος, η οποία υπολογίζεται από τα CARs, είναι υψηλότερη για τους αγοραστές υψηλής επίδοσης ESG
- $H_0$  : η αντίδραση της αγοράς κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης του συμβάντος, η οποία υπολογίζεται από τα CARs, είναι χαμηλότερη για τους αγοραστές υψηλής επίδοσης ESG

Η αρχική μας επιδίωξη ήταν να συγκρίνουμε το συνδυασμό των αγοραστών με εταιρείες στόχους υψηλής επίδοσης ESG με το αντίστοιχο δείγμα χαμηλής επίδοσης ESG. Δυστυχώς, δεν ήταν εφικτός ο σχηματισμός αυτών των δειγμάτων. Οι εταιρείες υψηλής επίδοσης ESG που συγχωνεύτηκαν με εταιρείες στόχους εξίσου υψηλής επίδοσης ESG ήταν ιδιαίτερα μικρό. Αποτέλεσμα αυτού ήταν να μην μπορεί να πραγματοποιηθεί η σύγκριση, λόγω ανομοιότητας δειγμάτων.

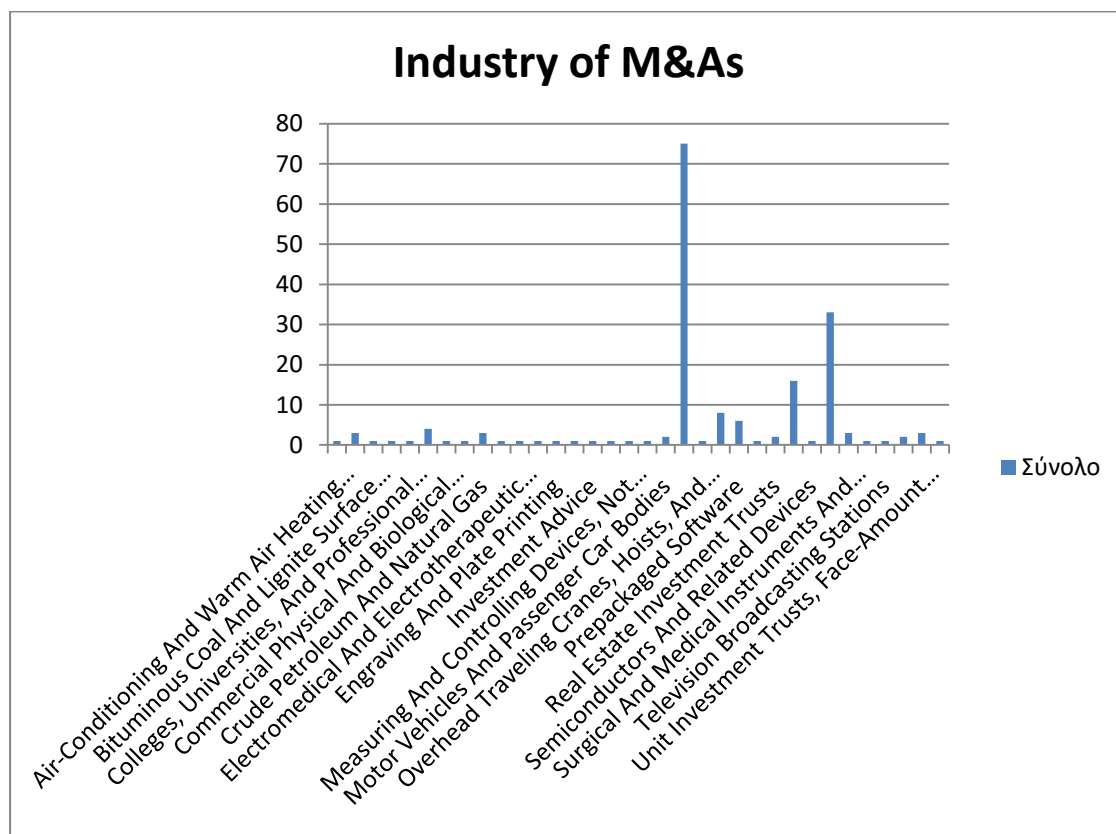
Ο Πίνακας 2, που ακολουθεί, παρουσιάζει συνοπτικά τις μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στο υπόδειγμα της εργασίας, έτσι ώστε να ελέγξουμε αυτές οι υποθέσεις.

Πίνακας 2 : Περιγραφή Μεταβλητών

Μεταβλητή	Σύμβολο	Περιγραφή Μεταβλητής
<b>CAAR EW (-30,+30)</b>	CAARs	Οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις των εταιρειών του δείγματος των Σ&Ε, που υπολογίζεται με τη μεθοδολογία event study, με τη χρήση του Market Model.
<b>AAR EW(0)</b>	AARs	Οι μέσες μη-κανονικές αποδόσεις των εταιρειών του δείγματος, που υπολογίζονται με τη χρήση του Market Model
<b>Μέθοδος πληρωμής</b>	Payment Method dummy	Η μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε για την πληρωμή του τιμήματος της Σ&Ε. Λαμβάνει την τιμή 0 για πληρωμή μόνο με μετρητά, την τιμή 1 για τη χρήση αμιγώς (100%) μετοχών και την τιμή 2 για κάθε άλλη περίπτωση.
<b>Κλάδος με βάση το 4digit SIC CODE</b>	Industry Relatedness dummy	Ψευδομεταβλητή που διακρίνει τις Σ&Ε μεταξύ εταιρειών του ίδιου κλάδου με κριτήριο το 4 digit SIC CODE των εταιρειών, λαμβάνοντας την τιμή 1 για Σ&Ε μεταξύ ίδιων κλάδων και την τιμή 2 για κάθε άλλη περίπτωση.
<b>Βαθμολογία ESG αγοραστριών εταιρειών</b>	ESG ACQ	Ο μέσος όρος της ετήσιας βαθμολογίας από τη Refinitiv των αγοραστριών εταιρειών για τα έτη 2015-2022.
<b>Βαθμολογία ESG εταιρειών στόχων</b>	ESG TARG	Ο μέσος όρος της ετήσιας βαθμολογίας από τη Refinitiv των εταιρειών - στόχων για τα έτη 2015-2022

Αναλύοντας τα χαρακτηριστικά των deals στο δείγμα μας, μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι η οριακή πλειονότητα των Σ&Ε που έλαβαν χώρα στις ΗΠΑ από εισηγμένες επιχειρήσεις (public), προς άλλες εταιρείες, αφορούσαν ίδιο κλάδο δραστηριότητας σε ποσοστό 49,72%, ενώ το υπόλοιπο δείγμα αφορούσε διαφορετικό κλάδο δραστηριότητας των εταιρειών. Διαπιστώνουμε ότι, οι Σ&Ε είναι σχεδόν ισοκατανεμημένες. Αναλύοντας περαιτέρω το δείγμα, παρατηρούμε ότι σε ποσοστό 41,44% οι Σ&Ε αφορούν τον τραπεζικό κλάδο και συγκεκριμένα τράπεζες εθνικής εμβέλειας. Αυτό το ποσοστό αφορά τις 75 από τις 180 Σ&Ε που συμπεριλάβαμε στο δείγμα μας. Ενώ παρατηρούμε ότι το αμέσως επόμενο μεγαλύτερο ποσοστό, ύψους 18,23% αφορά επίσης τον τραπεζικό κλάδο και συγκεκριμένα τις κρατικές τράπεζες των ΗΠΑ. Οι εμπορικές τράπεζες, καλύπτουν το 2,22% των Σ&Ε του δείγματος μας. Συγχρόνως, ο κλάδος των επενδύσεων ακινήτων διατηρεί μόλις το 1,11%. Σε χαμηλό ποσοστό το δείγμα μας περιλαμβάνει και τον κλάδο των επενδυτικών γραφείων, με ποσοστό 1,67%. Τα μικρότερα ποσοστά ωστόσο, παρουσιάζουν οι κλάδοι των ηλεκτρονικών, της χάραξης πιάτων, των ημιαγωγών και των τηλεπικοινωνιών, οι οποίοι, κατέχουν έκαστος από 0,56%.

Πίνακας 3 : Ποσοστό Σ&Ε ανά κλάδο



Όσον αφορά στην καταβολή του αντιτίμου της εξαγοράς, από το σύνολο των 180 εταιρειών, μόλις 21 Σ&Ε πραγματοποιήθηκαν μόνο με την καταβολή μετρητών, ενώ 88 πραγματοποιήθηκαν μόνο με μετοχές, δηλαδή σε ποσοστό 12% και 73%, αντίστοιχα. Οι υπόλοιπες συναλλαγές πραγματοποιήθηκαν με συνδυασμό μετρητών και μετοχών ή άλλη μορφή πληρωμής. Στην αγορά, η πρακτική πληρωμής αντιτίμου Σ&Ε με 100% μετοχές φαίνεται να κυριαρχεί διαχρονικά. Θα πρέπει να επισημανθεί ότι, στις συναλλαγές με μετρητά, οι μέτοχοι της αγοράστριας εταιρείας αναλαμβάνουν το σύνολο του κινδύνου από την αναμενόμενη συνέργεια, ενώ στην περίπτωση προσφοράς μετοχών, ο κίνδυνος καταμερίζεται.

Παράλληλα, 81 πράξεις Σ&Ε από το σύνολο του δείγματος των 180 εταιρειών αφορούν αγοράστριες εταιρείες με υψηλή επίδοση ESG, δηλαδή επίδοση ESG μεγαλύτερη του μέσου όρου του δείγματος, ενώ οι υπόλοιπες 99 αγοράστριες εταιρείες είναι σημαντικά χαμηλότερης επίδοσης. Οι εταιρείες-στόχοι αποτελούν χαρακτηριστικό παράδειγμα χαμηλής βαθμολογίας ESG και αυτό οφείλεται στην έλλειψη δεδομένων, λόγω του ότι έχουμε συμπεριλάβει στο δείγμα μας εταιρείες στόχους που είναι ιδιωτικές- μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

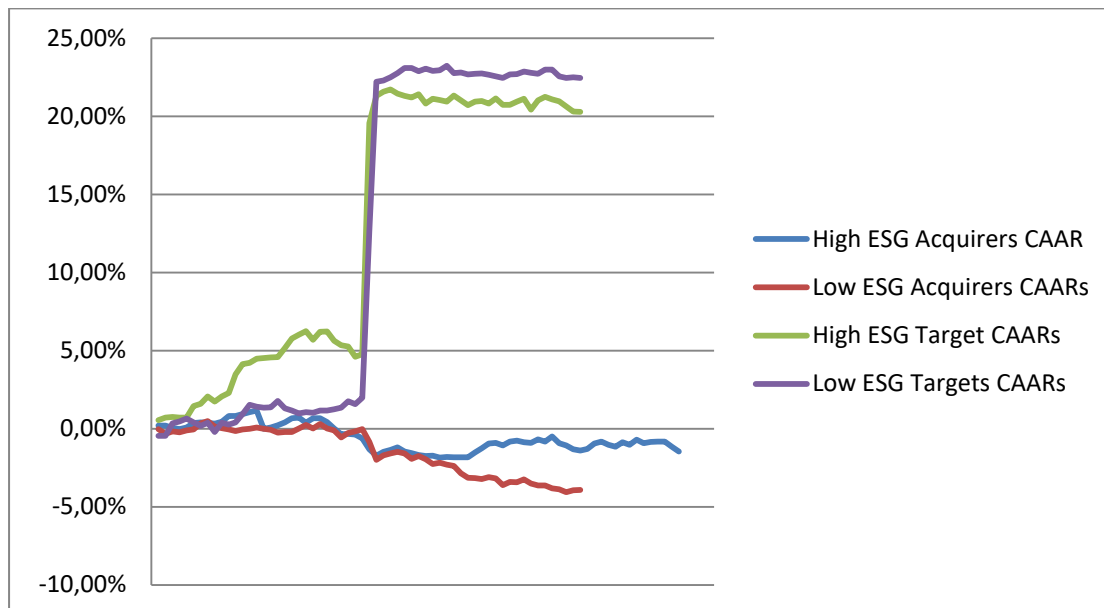
### ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στο παρόν κεφάλαιο, θα παρουσιαστούν τα αποτελέσματα της έρευνας μας, όπως εκείνα που προέκυψαν σύμφωνα με το δείγμα και τη μεθοδολογία που περιγράψαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο. Πιο συγκεκριμένα, αναλύονται οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις (AARs) και οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις (CAARs) των αγοραστριών εταιρειών που εκτέλεσαν συναλλαγές Σ&Ε εντός των ΗΠΑ για την περίοδο 2015-2022. Επιπλέον, το δείγμα διασπάται στα δύο, το ένα υποσύνολο περιλαμβάνει τους Acquirers με υψηλή βαθμολογία ESG και το δεύτερο υποσύνολο περιλαμβάνει τους Acquirers με χαμηλή βαθμολογία ESG.

Στα συγκεκριμένα αποτελέσματα της έρευνας μας καταλήξαμε μέσω της Μεθόδου των Επιχειρηματικών Γεγονότων ( Event Study) και με τη χρήση του υποδείγματος του Δείκτη της Αγοράς (Market Model). Το χρονικό διάστημα υπολογισμού αφορούν (-30,+30) ημέρες από την ημερομηνία ανακοίνωσης του συμβάντος. Επιλέχθηκε αυτό το χρονικό διάστημα, προκειμένου να εντοπιστεί η επίδραση που είχε το γεγονός στις τιμές των μετοχών και κατ' επέκταση πως αντιδρά και προσαρμόζεται η αγορά ανάλογα τη βαθμολογία ESG που λαμβάνουν οι εταιρείες. Φυσικά, σημείο αναφοράς αποτελεί η ημερομηνία ανακοίνωσης, που αποτελεί στη μελέτη μας, τη χρονική στιγμή  $t=0$ .

Στο διάγραμμα που ακολουθεί, παρατηρούμε τη συμπεριφορά των CAARs (-30,+30). Από την απλή παρατήρηση, διαπιστώνουμε ότι, η αντίδραση φαίνεται να είναι ιδιαίτερα θετική για τις εταιρείες στόχους, είτε αυτές έχουν υψηλή επίδοση ESG, είτε χαμηλή. Αυτό δεν φαίνεται να ισχύει για τις αγοράστριες εταιρείες, οι οποίες δείχνουν μια καθοδική τάση από την ημέρα της ανακοίνωσης του deal. Παρόλα αυτά, οι αγοράστριες εταιρείες που έχουν κατά μέσο όρο υψηλότερη βαθμολογία ESG, φαίνεται να μην επηρεάζονται τόσο αρνητικά από το συμβάν.

Πίνακας 4 : Γραφική απεικόνιση CAARs για τα υπό-δείγματα για το χρονικό διάστημα (-30,+30)



Το δείγμα, προσπαθήσαμε να το διαχωρίσουμε σε ακόμα δύο υποκατηγορίες, όσον αφορά τις εταιρείες στόχους και τις βαθμολογίες ESG που λαμβάνουν εκείνες. Στην προσπάθεια αυτή, δυστυχώς αντιληφθήκαμε ότι δεν σχηματίζεται δείγμα εταιρειών με υψηλά ESG scores. Αυτό συμβαίνει, διότι πολλές από αυτές τις εταιρείες είναι μικρές σε κεφαλαιοποίηση αλλά και σε μέγεθος, με αποτέλεσμα να μην προβαίνουν σε δημοσιοποίηση πληροφοριών ESG. Η δημοσιοποίηση τέτοιου είδους πληροφοριών κρίνεται πολύ κοστοβόρα για εκείνες. Το τελικό δείγμα διαχωρίστηκε με βάση τον μέσο όρο της βαθμολογίας ESG των αγοραστριών εταιρειών. Οι αγοράστριες εταιρείες που είχαν βαθμολογία ESG άνω του μέσου όρου, δηλαδή 31,51, αποτελούν το υπό-δείγμα των υψηλών αποδόσεων ESG και κατέχουν ποσοστό 44,4% του συνολικού δείγματος. Αντίθετα, οι εταιρείες που έχουν χαμηλότερη από το μέσο όρο, αποτελούν το υπό-δείγμα των χαμηλών αποδόσεων ESG, σε ποσοστό 55,6%. Στον πίνακα 5 παρουσιάζονται οι μέσοι όροι των επιδόσεων των ESG των αγοραστών ανα έτος, καθώς και οι ελάχιστες και οι μεγαλύτερες επιδόσεις. Στον πίνακα 6, ακολούθως παρουσιάζονται οι μέσοι όροι ετησίως των εξαγοραζομένων εταιρειών, οι οποίοι διέφεραν του μηδενός.

Πίνακας 5 : Βασικά στατιστικά στοιχεία των αγοραστών ανά έτος

Acquiror Name	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	MIN	MAX
Luna Innovations Inc	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RR Donnelley & Sons Co	54,8	59,0	62,9	58,0	56,8	0,0	0,0	0,0	62,9
Horizon Bancorp Inc	42,1	40,1	39,9	44,8	40,1	46,7	0,0	0,0	46,7
Howard Bancorp Inc	0,0	40,5	24,6	35,3	39,9	0,0	0,0	0,0	40,5
Wintrust Financial Corp	35,4	29,1	40,4	52,5	50,8	53,1	0,0	0,0	53,1
WSFS Financial Corp	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
United Community Banks	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Heritage Commerce Corp	31,0	32,9	34,7	30,0	30,3	32,3	35,2	30,0	35,2
Bank of the Ozarks Inc	33,5	37,8	41,1	44,2	47,8	53,3	0,0	0,0	53,3
Ca Inc	53,9	54,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	54,8
Heartland Fin. USA Inc	16,0	17,0	23,6	16,9	21,2	34,4	0,0	0,0	34,4
Columbus McKinnon	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BNC Bancorp	24,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	24,4
Nicolet Bankshares In	17,8	16,3	18,4	23,1	24,6	33,6	33,9	16,3	33,9
Homestreet Inc	20,6	22,4	25,0	29,5	27,8	32,7	0,0	0,0	32,7
Comscore Inc	0,4	19,8	23,7	36,6	40,1	40,3	0,0	0,0	40,3
Ameris Bancorp	39,6	43,5	37,3	35,5	44,3	0,0	0,0	0,0	44,3
Park Sterling Corp, N	29,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	29,7
Pacific Premier Banc. Inc	32,2	45,8	38,4	39,4	51,7	52,9	0,0	0,0	52,9
Endologix Inc	0,0	16,0	15,4	10,2	0,0	0,0	0,0	0,0	16,0
Expedia Inc	15,6	24,9	27,6	22,3	42,4	0,0	0,0	0,0	42,4
Capital Bank Financial	0,0	0,0	23,5	25,1	0,0	0,0	0,0	0,0	25,1
MainSource Finl Grp Inc	28,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	28,6
First Busey Corp	29,3	29,4	37,2	40,4	49,6	39,3	0,0	0,0	49,6
BBCN Bancorp Inc	34,9	42,6	32,3	23,3	27,3	29,3	0,0	0,0	42,6
TowneBank,Portsmouth	9,9	14,7	13,9	10,0	16,6	0,0	0,0	0,0	16,6
OceanFirst Financial	30,4	36,9	39,4	30,3	40,9	48,0	0,0	0,0	48,0
Carolina Financial Corp	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Old National Bancorp	71,5	68,2	65,3	67,4	68,1	0,0	0,0	0,0	71,5
II-VI Inc	26,4	23,9	22,4	25,9	27,9	38,1	0,0	0,0	38,1
Hampton Roads Banks	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Westfield Financial Inc	0,0	20,4	25,2	27,8	38,6	36,0	0,0	0,0	38,6
Cascade Bancorp	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pac Continental Corp	28,6	29,8	36,5	51,7	56,0	53,8	0,0	0,0	56,0
First Cash Finl Services	20,8	23,5	25,2	22,6	20,8	21,1	0,0	0,0	25,2
Oracle Corp	46,3	52,9	54,7	55,9	56,3	0,0	0,0	0,0	56,3
Central Valley Comm.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
WesBanco Inc	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Luminex Corp	41,5	51,4	40,8	40,6	41,4	NA	0,0	0,0	51,4
Jazz Pharmaceuticals PLC	27,0	25,0	27,7	24,5	32,0	29,1	0,0	0,0	32,0
Prudential Bancorp Inc	NA	NA	NA	14,9	18,2	NA	0,0	0,0	18,2
Farmers & Merchants	NA	31,6	33,5	36,9	37,9	37,7	0,0	0,0	37,9
South State Corp	31,4	29,3	23,1	23,6	21,8	28,3	0,0	0,0	31,4
Tesla Motors Inc	31,3	38,4	48,2	58,0	63,0	65,1	0,0	0,0	65,1
People's United Financial	42,2	46,2	39,4	40,3	50,6	NA	0,0	0,0	50,6
First Defiance Fin.	37,2	34,5	34,6	35,4	29,6	34,3	0,0	0,0	37,2
Cvb Financial Corp	30,5	41,2	33,0	31,9	34,5	39,1	0,0	0,0	41,2
Tecogen Inc	30,3	29,7	30,8	37,2	38,1	33,1	0,0	0,0	38,1
Windstream Holdings Inc	23,2	21,2	25,6	NA	NA	NA	0,0	0,0	25,6
Insight Enterprises Inc	33,0	33,2	43,7	49,6	56,1	55,0	0,0	0,0	56,1
Adobe Systems Inc	78,6	79,3	79,1	66,1	77,9	NA	0,0	0,0	79,3
First Interstate Banc.	30,0	43,2	40,8	46,1	44,5	50,9	0,0	0,0	50,9
MACOM Technology Sol.	25,1	33,2	27,7	35,1	39,7	2,4	0,0	0,0	39,7
Patterson-UTI Energy	34,0	31,6	31,9	41,3	49,8	49,8	0,0	0,0	49,8
Southern National Banc.	31,8	27,8	22,5	17,8	22,6	30,0	0,0	0,0	31,8
Upland Software Inc	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Integra LifeSciences	51,9	51,1	59,7	55,5	61,0	61,3	0,0	0,0	61,3
Pinnacle Finl Partners Inc	33,1	33,7	35,0	51,9	51,8	51,3	0,0	0,0	51,9
Old Line Bancshares Inc	NA	27,7	28,5	NA	NA	NA	0,0	0,0	28,5
Hologic Inc	43,3	50,9	51,4	73,9	78,1	75,9	0,0	0,0	78,1

B. Riley Financial Inc	17,3	20,0	23,1	17,2	25,2	29,9	0,0	0,0	29,9
Home BancShares Inc	31,6	36,4	32,4	33,8	37,5	44,6	0,0	0,0	44,6
Sussex Bancorp	NA	NA	15,3	NA	NA	NA	0,0	0,0	15,3
Sabra Health Care REI	24,4	29,1	26,9	26,9	29,5	NA	0,0	0,0	29,5
Union Bankshares Corp	32,6	35,9	38,7	39,5	51,6	48,4	0,0	0,0	51,6
Associated Banc-Corp	45,1	48,5	42,0	48,8	46,2	47,1	0,0	0,0	48,8
Select Bancorp Inc	NA	34,7	25,1	23,8	30,1	NA	0,0	0,0	34,7
Ultragenyx Pharma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Potlatch Corp	40,5	38,8	42,6	46,3	70,7	71,7	0,0	0,0	71,7
Strayer Educ Inc	27,9	27,0	27,6	24,3	39,1	38,6	0,0	0,0	39,1
Kearny Financial Corp	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
1st Constitution Bancorp	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
LHC Group Inc	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mid Penn Bancorp Inc,PA	NA	16,6	35,3	40,0	42,4	48,3	0,0	0,0	48,3
Mackinac Financial Corp	NA	20,5	27,1	26,1	26,5	NA	0,0	0,0	27,1
Park National Corp	35,0	32,1	34,9	40,7	43,2	39,1	0,0	0,0	43,2
Seattle Genetics Inc	38,7	39,8	39,3	54,9	51,6	NA	0,0	0,0	54,9
Alliance Resource	NA	NA	NA	10,5	9,1	13,6	0,0	0,0	13,6
RBB Bancorp	NA	40,3	33,3	34,4	38,7	42,4	0,0	0,0	42,4
CenterState Bank Corp	33,3	33,5	26,3	23,5	NA	NA	0,0	0,0	33,5
Independent Bank	22,7	26,9	28,0	25,4	35,6	38,7	0,0	0,0	38,7
CapStar Financial Hold.	NA	35,1	36,3	36,1	35,4	47,7	0,0	0,0	47,7
BOK Financial Corp	NA	21,9	21,4	20,8	27,3	28,2	0,0	0,0	28,2
SB One Bancorp	NA	NA	15,3	NA	NA	NA	0,0	0,0	15,3
Adesto Technologies	NA	NA	NA	5,1	NA	NA	0,0	0,0	5,1
City Holding Co	25,0	22,7	30,2	34,5	29,7	34,6	0,0	0,0	34,6
ConnectOne Bancorp Inc	33,0	32,4	29,6	27,6	32,5	35,8	0,0	0,0	35,8
Diamondback Energy Inc	19,8	29,4	34,0	48,4	57,6	NA	0,0	0,0	57,6
Independent Bank Corp	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Expedia Group Inc	15,6	24,9	27,6	22,3	42,4	NA	0,0	0,0	42,4
Tesla Inc	31,3	38,4	48,2	58,0	63,0	65,1	0,0	0,0	65,1
Blue Ridge Bankshares	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nanometrics Inc	19,3	19,5	34,9	28,1	52,9	51,6	0,0	0,0	52,9
ACNB Corp	NA	22,3	22,6	32,3	36,5	31,3	0,0	0,0	36,5
Investors Bancorp Inc	33,2	41,6	28,7	25,7	26,4	NA	0,0	0,0	41,6
First Cmnty Bancshares	NA	NA	18,0	18,4	24,7	26,9	0,0	0,0	26,9
Glacier Bancorp Inc	25,6	39,6	41,9	40,4	48,8	50,8	0,0	0,0	50,8
Cambridge Bancorp	NA	25,8	22,7	26,2	27,3	51,6	0,0	0,0	51,6
Fidelity D & D Banc	NA	33,7	24,0	30,3	30,8	31,8	0,0	0,0	33,7
CNB Financial Corp	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IAC/InterActiveCorp	9,2	14,2	21,4	23,8	31,0	47,2	0,0	0,0	47,2
Northfield Bancorp Inc	38,1	37,9	32,0	37,2	37,6	36,5	0,0	0,0	38,1
Southern Missouri Banc.	NA	NA	NA	28,3	21,3	42,2	0,0	0,0	42,2
KLX Energy Services	33,2	33,9	38,3	29,6	40,0	39,8	0,0	0,0	40,0
Alexion Pharmaceutical	87,1	87,6	88,5	87,8	89,2	87,4	0,0	0,0	89,2
Portman Ridge Finance	47,9	48,3	61,6	57,2	58,9	0,0	0,0	0,0	61,6
Liberty Broadband Corp	12,4	12,7	10,0	11,3	13,8	0,0	0,0	0,0	13,8
Ligand Pharmaceuticals	19,9	25,5	25,7	25,8	36,2	0,0	0,0	0,0	36,2
Builders FirstSource Inc	21,4	23,2	21,9	26,3	30,7	27,9	0,0	0,0	30,7
Huntington Banc.	57,5	68,0	80,2	81,1	78,8	76,3	76,2	57,5	81,1
ViaSat Inc	44,7	49,9	56,8	56,1	58,7	68,8	0,0	0,0	68,8
Amgen Inc	66,9	74,7	71,9	73,6	76,4	81,0	0,0	0,0	81,0
Bank of Marin Bancorp	50,0	49,8	47,0	45,3	43,9	38,1	0,0	0,0	50,0
Colony Bankcorp Inc	NA	15,6	15,9	31,2	32,7	32,3	0,0	0,0	32,7
First Foundation Inc	30,7	26,7	30,6	29,0	37,0	36,4	0,0	0,0	37,0
Pacira Biosciences Inc	23,9	25,9	30,2	34,9	46,7	44,7	45,7	23,9	46,7
SLR Investment Corp	21,5	28,7	29,3	31,3	44,0	44,2	47,8	21,5	47,8
Take-Two Interactive	23,6	31,4	39,7	27,9	29,5	42,0	42,7	23,6	42,7
Collegium Pharma.	0,0	19,1	20,0	20,9	22,7	23,9	24,8	0,0	24,8
Halozyme Therapeutics	31,6	32,2	33,3	41,6	55,8	0,0	0,0	0,0	55,8



Πίνακας 6 : Βασικά στατιστικά στοιχεία των αγοραστών ανά έτος

TARGET NAME	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	MIN	MAX
Applied Micro Circuits Corp	22,25	NA	NA	NA	NA	NA	NA	22,2	22,2
BNC Bancorp,High Point	24,36	NA	NA	NA	NA	NA	NA	24,3	24,3
Care Capital Properties Inc	38,45	NA	NA	NA	NA	NA	NA	38,4	38,4
Sun Bancorp Inc	18,73	NA	NA	NA	NA	NA	NA	18,7	18,7
Bank Mutual Corp	25,5	NA	NA	NA	NA	NA	NA	25,5	25,5
Deltic Timber Corp	6,77	0	0	0	0	0	0	0	6,77
Capella Education Co	35,83	0	0	0	0	0	0	0	35,8
Guaranty Bancorp	42,08	44,98	0	0	0	0	0	0	44,9
First Connecticut Bancorp	16,59	19,17	NA	NA	0	0	0	0	19,1
Beneficial Bancorp Inc	34,19	36,34	NA	NA	NA	NA	NA	34,1	36,3
Energen Corp	24,51	NA	NA	NA	NA	NA	NA	24,5	24,5
Access National Corp	25,99	28,37	0	0	0	0	0	0	28,3
National Commerce Corp	28,96	27,25	NA	NA	NA	NA	NA	27,2	28,9
Fidelity Southern Corp	24,86	40,29	16,17	NA	NA	NA	NA	16,1	40,2
Liberty Expedia Holdings	12,78	12,03	NA	NA	NA	NA	NA	12	12,7
Rudolph Technologies Inc	19,17	22,25	24,69	NA	NA	NA	NA	19,1	24,6
United Community Fin	22,34	28,94	23,15	NA	NA	NA	NA	22,3	28,9
Care.Com Inc	31,98	33,68	44,83	NA	NA	NA	NA	31,9	44,8
Portola Pharmaceuticals	20,76	21,66	24,71	NA	NA	NA	NA	20,7	24,7
GCI Liberty Inc	13,28	12,03	11,35	10,64	NA	NA	NA	10,6	13,2
Pfenex Inc	NA	NA	NA	16,09	NA	NA	NA	16,0	16,0
BMC Stock Holdings Inc	20,8	22,93	25,08	30,85	NA	NA	NA	20,8	30,8
BioSpecifics Tech.	NA	33,48	26,96	25,58	NA	NA	NA	25,5	33,4
TCF Financial Corp	23,21	27,41	28,87	26,49	NA	NA	NA	23,2	28,8
RigNet Inc	NA	NA	NA	51,49	NA	NA	NA	51,4	51,4
QEP Resources Inc	28,82	30,13	29,12	20,77	NA	NA	NA	20,7	30,1
Landmark Bancorp Inc	NA	23,82	25,02	30,76	29,92	26,9	NA	23,8	30,7
Five Prime Therapeutics	15,52	20,6	25,84	18	NA	NA	NA	15,5	25,8
Bryn Mawr Bank Corp	33,52	31,23	28,79	29,91	31,62	NA	NA	28,7	33,5
Meridian Bancorp Inc	25,29	24,01	23,36	22,65	20,83	NA	NA	20,8	25,2
Altabancorp	29,35	32,4	25,52	26,09	NA	NA	NA	25,5	32,4
County Bancorp Inc	NA	21,39	22,17	24,1	23,18	NA	NA	21,3	24,1
1st Constitution Bancorp	NA	34,73	29,87	30,36	25,11	NA	NA	25,1	34,7
Atlantic Capital Banc. Inc	32,34	43,45	42,03	38,99	40,87	NA	NA	32,3	43,4
Great Western Bancorp Inc	29,18	29,47	31,54	35,58	31,83	NA	NA	29,1	35,5
Flexion Therapeutics Inc	25,03	31,08	41,02	52,67	51,73	NA	NA	25	52,6
Zynga Inc	17,67	27,95	30,62	41,58	41,21	NA	NA	17,6	41,5
Biodelivery Sciences	NA	NA	9,92	21,29	15,8	NA	NA	9,92	21,2
Antares Pharma Inc	NA	32,23	32,38	29,48	26,13	NA	NA	26,1	32,3

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις (CAARs) για τις μετοχές των εταιρειών του δείγματος βάσει του συνόλου του δείγματος και των επιμέρους κριτηρίων που εξετάζονται και αναπτύχθηκαν στη μεθοδολογία. Για την εμπειρική ανάλυση, από το σύνολο των 4.580 εταιρειών επιλέχθηκαν 180 εταιρείες για τις οποίες η βάση δεδομένων Refinitiv Eikon διαθέτει τιμές για όλη την εξεταζόμενη περίοδο.

Πίνακας 7 : Βασικά στατιστικά στοιχεία CAARs

<b>Acquirers All Sample</b>		
<b>Event Window</b>	<b>CAAR</b>	<b>t-stat</b>
(-30,+30)	-2,51%	-2,11
0	-1,39%	-1,64
<b>Targets High ESG scores</b>		
<b>Event Window</b>	<b>CAAR</b>	<b>t-stat</b>
(-30,+30)	19,96%	8,40
0	21,48%	12,68
<b>Acquirers High ESG scores</b>		
<b>Αριθμός παρατηρήσεων : 80</b>		
<b>Event Window</b>	<b>CAAR</b>	<b>t-stat</b>
(-30,+30)	-0,81%	-0,73
0	-0,93%	-0,45
<b>Acquirers Low ESG scores</b>		
<b>Αριθμός παρατηρήσεων : 100</b>		
<b>Event Window</b>	<b>CAAR</b>	<b>t-stat</b>
(-30,+30)	-3,68%	-2,11
0	-0,41%	-0,33
<b>Targets High ESG scores</b>		
<b>Αριθμός παρατηρήσεων : 38</b>		
<b>Event Window</b>	<b>CAAR</b>	<b>t-stat</b>
(-30,+30)	20,27%	1,49
0	21,31%	2,16
<b>Targets Low ESG scores</b>		
<b>Αριθμός παρατηρήσεων : 142</b>		
<b>Event Window</b>	<b>CAAR</b>	<b>t-stat</b>
(-30,+30)	22,44%	2,72
0	22,21%	3,72

Για το συνολικό δείγμα των 180 επιχειρήσεων, παρατηρούμε ότι τα CAARs είναι στατιστικά σημαντικά. Επομένως, για το δείγμα των αγοραστριών εταιρειών που εξετάστηκαν, φαίνεται ότι τα CAARs είναι αρνητικά και στατιστικά σημαντικά για τα event windows 0, (-30,+30). Ενώ για τις εταιρείες στόχους τα CAARs είναι θετικά και στατιστικά μη-σημαντικά για το event window 0, (-30,+30) είτε εκείνες έχουν υψηλή επίδοση ESG, είτε χαμηλή. Τα CAARs είναι υψηλότερα για τα υποσύνολα που αφορούν τις εταιρείες με χαμηλά ESG scores συγκριτικά με το υποσύνολο των υψηλών ESG scores. Το αποτέλεσμα αυτό μπορεί να αιτιολογείται λόγω της αναβάθμισης και της πρόσθετης αξίας που μπορεί να λάβουν οι εταιρείες με υψηλότερη επίδοση ESG από την επικείμενη εξαγορά.

Παρατηρούμε ότι, οι ανακοινώσεις Σ&Ε για τις αγοράστριες εταιρείες των ΗΠΑ με υψηλή επίδοση ESG έχουν μικρότερες αρνητικές αποδόσεις με εκείνες που έχουν χαμηλή επίδοση ESG. Οι αρνητικές αποδόσεις που παρουσιάζουν οι αγοράστριες εταιρείες χαμηλής επίδοσης ESG είναι της τάξεως του -0,41% και -3,68% για event window 0 και (-30,+30), αντίστοιχα και είναι στατιστικά σημαντικές. Για τις αγοράστριες εταιρείες με υψηλότερες επιδόσεις οι αποδόσεις είναι -0,93% και -0,81% για τα event window 0, (-30,+30), αντίστοιχα. Οι αποδόσεις των εταιρειών στόχων χαμηλής επίδοσης είναι της τάξεως του 22,21% και 22,44% και είναι στατιστικά σημαντικές για event window 0, (-30,+30).

Εξετάστηκαν οι μέσες μη-κανονικές και αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις για τις Σ&Ε με κριτήριο τη βαθμολογία ESG που κατείχαν οι αγοράστριες εταιρείες, με βάση τα κριτήρια που αναφέραμε σε προηγούμενο κεφάλαιο, εάν δηλαδή είχαν υψηλή ή χαμηλή βαθμολογία ESG.

Από τον έλεγχο των διαφορών μέσω αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων των αγοραστών και των εταιρειών στόχων, όπως φαίνεται στον Πίνακα 5, δε βρέθηκαν στατιστικά σημαντικές διαφορές. Η εκτίμηση των P-values πραγματοποιήθηκε με την εφαρμογή Data Analysis σε περιβάλλον Excel.

*Πίνακας 8 : Διαφορές αθροιστικών μέσων μη-κανονικών αποδόσεων (CAARs) αγοραστριών εταιρειών και εταιρειών στόχων*

Event Window	Acquirers high ESG	Acquirers low ESG	Mean Difference	P-value
(-30, +30)	-0,81%	-3,68%	2,87%	0,147
0	-0,93%	-0,41%	-0,52%	0,859
Event Window	Targets high ESG	Targets low ESG	Mean Difference	P-value
(-30, +30)	20,27%	22,44%	-2,18%	0,687
0	21,31%	22,21%	-0,90%	0,243

Στον Πίνακα 8, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του ελέγχου  $t$  για διαφορές μέσω αθροιστικών μη-κανονικών αποδόσεων των αγοραστών και των εταιρειών στόχων. Στον έλεγχο αυτό, δεν βρίσκουμε κάποια στατιστικά σημαντική διαφορά.

Οι αρνητικές αποδόσεις που σημειώνουν οι αγοραστές με χαμηλή επίδοση ESG, σε σχέση με τις αποδόσεις των εταιρειών με υψηλότερη επίδοση, μπορεί να ερμηνευθεί από την παραδοχή ότι οι εταιρείες με υψηλότερη επίδοση ESG, θεωρούνται πιο κοινωνικά υπεύθυνες. Με άλλα λόγια, τα κίνητρα για την πραγματοποίηση μιας Σ&Ε, καθοδηγούνται λιγότερο από τα προσωπικά συμφέροντα των διευθυντών. Παράλληλα, έχουν καλύτερη φήμη, όσον αφορά στην τήρηση των δεσμεύσεων, το οποίο ενθαρρύνει τις εταιρείες στόχους να δεχτούν λιγότερο ευνοϊκές συμβάσεις.

Επιπλέον, η ανάλυση μας περιλαμβάνει την ανάλυση των CAARs με την εκτίμηση παλινδρόμησης. Η ανάλυση γίνεται με τη βοήθεια ανάλυσης παλινδρόμησης που αναφέρεται σε διαχρονικό- διαστρωματικό επίπεδο, χρησιμοποιώντας παλινδρόμηση OLS με σκοπό να εξετάσουμε τους προσδιοριστικούς παράγοντες των Σ&Ε μέσω υποδειγμάτων πολλαπλών παλινδρομήσεων.

Οι εν λόγω παλινδρομήσεις αποκαλύπτουν την αιτιώδη σχέση μεταξύ των συντελεστών ευαισθησίας  $\beta$  που εκτιμούν την επίδραση μιας μεταβολής της εξαρτημένης μεταβλητής, η οποία θα είναι το CAAR, λόγω μιας αντίστοιχης μεταβολής των ανεξάρτητων μεταβλητών. Με τον τρόπο αυτό, θα εξετάσουμε ποια είναι η επίδραση των χαρακτηριστικών της συμφωνίας στην αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση των μετοχών των αγοραστριών εταιρειών.

Η μορφή των παλινδρομήσεων είναι η εξής:

$$CAAR = a_0 + \sum \beta_i X_i + U_{i,t} \quad (12)$$

Όπου

- ✓ CAAR : η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση
- ✓  $a_0$  : ο σταθερός όρος
- ✓  $X_i$  : οι μεταβλητές ελέγχου της παλινδρόμησης
- ✓  $U_{i,t}$  : ο όρος σφάλματος της παλινδρόμησης

Η εκτίμηση πραγματοποιήθηκε με τη μέθοδο της ελαχιστοποίησης των τετραγώνων(OLS). Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι το CAAR που εκφράζει το μέτρο επίδοσης της Σ&Ε που υπολογίζεται με τη μεθοδολογία Event Study, με τη χρήση του Market Model. Οι μεταβλητές ESG ACQ και ESG TARG είναι οι ερμηνευτικές μεταβλητές και προσδιορίζονται σε συνεχή μορφή.

Οι αντίστοιχες ψευδομεταβλητές ελέγχου είναι οι εξής κάτωθι:

- **Μέθοδος πληρωμής:** cash για όσες έγιναν με μετρητά, stock όσες έγιναν με μετοχές και other/combination για εναλλακτικούς τρόπους πληρωμής. Η μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε για την πληρωμή του τιμήματος της Σ&Ε. Λαμβάνει την τιμή 1 για την πληρωμή με μετρητά, την τιμή 2 για χρήση αμιγώς (100%) μετοχών και την τιμή 3 για κάθε άλλη περίπτωση.
- **Κλάδος με βάσει το 4 digit SIC CODE:** Ψευδομεταβλητή που διακρίνει τις Σ&Ε μεταξύ εταιρειών του ίδιου κλάδου με κριτήριο SIC CODE των εταιρειών, λαμβάνοντας την τιμή 1 για Σ&Ε μεταξύ ίδιων κλάδων και την τιμή 2 για κάθε άλλη περίπτωση.

Στις συγκεκριμένες παλινδρομήσεις, οι συντελεστές ευαισθησίας β εκφράζουν την επίδραση των χαρακτηριστικών του deal στη διαμόρφωση της CAAR. Το εάν ο εκτιμητής του beta προσφέρει μια καλή προσέγγιση για τον προσδιορισμό του CAAR, εξαρτάται από τις υποθέσεις που πραγματοποιούνται για την κατανομή του σφάλματος και τη σχέση του με τις ανεξάρτητες μεταβλητές.

Οι εκτιμητές του υποδείγματος OLS θα είναι συνεπείς σε κάθε περίπτωση. Οι επιδράσεις μεταβλητών που παραλείπονται ενσωματώνονται στον μεταβαλλόμενο για κάθε επιχείρηση σταθερό όρο, επιτρέποντας να ελέγχεται η σπουδαιότητα των επεξηγηματικών μεταβλητών.

Πίνακας 9 : Αποτελέσματα παλινδρομήσεων OLS για τις μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CARs) με ψευδομεταβλητές

$$\text{Acquirer's CARs}(-30,+30) = a + b_1 * \text{ESG ACQ} + b_2 * \text{ESG TARG} + b_3 * \text{Industry Relatedness} + b_4 * \text{Payment Method} + e_t$$

Αριθμός παρατηρήσεων: 180

Μεταβλητές	Συντελεστής	Τυπικό Σφάλμα	t-statistic	p-value
Constant term	-0,12788	0,05971	2,14178	0,03359
ESG ACQ	0,00270	0,00071	3,80320	0,00020
ESG TARG	-0,00375	0,00184	2,03541	0,04332
Payment Method dummy	0,02841	0,01860	1,52729	0,12849
Industry Relatedness dummy	-0,01294	0,02403	0,53836	0,59102

R2	0,08624	F-statistic	4,12912
Adjusted R2	0,06535		
Τυπικό Σφάλμα Παλινδρόμησης	0,16009	Prob(F-stat)	0,00320

Από τις εκτιμήσεις του υποδείγματος και από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης με τη μέθοδο OLS προκύπτει ότι οι μεταβλητές ESG ACQ και ESG TARG που χρησιμοποιήθηκαν για το δείγμα 180 Σ&Ε είναι στατιστικά σημαντικές. Η επίδοση ESG των αγοραστριών εταιρειών φαίνεται να έχει θετικά οφέλη στην απόδοση των μετοχών τους, κάτι που επιβεβαιώνεται σε όρους προσήμου. Αντίθετα, η επίδοση ESG των εταιρειών στόχων με βάση το πρόσημο που παρουσιάζει, έχει αρνητικό αντίκτυπο στις αποδόσεις των μετοχών έπειτα από την ανακοίνωση της Σ&Ε. Στατιστικά σημαντική είναι και η σταθερά της παλινδρόμησης A, με τιμή σημαντικότητας (p-value) ίση με 0.0336 που υποδηλώνει την ύπαρξη άλλων επεξηγηματικών μεταβλητών που δεν έχουν συμπεριληφθεί στην παρούσα ανάλυση.

Οι μεταβλητές ελέγχου που προέρχονται από τη βιβλιογραφία Σ&Ε, αφορούν την συσχέτιση του κλάδου και τη μέθοδο πληρωμής, Industry Relatedness και Payment Method, αντίστοιχα, είναι στατιστικά μη-σημαντικές. Παρόλα αυτά, φαίνεται ότι η συσχέτιση του κλάδου έχει αρνητική επίπτωση στις αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών, χωρίς να είναι βέβαια στατιστικά σημαντική που μπορεί και να οφείλεται στον άνισο αριθμό παρατηρήσεων μεταξύ οριζόντιων και μη οριζόντιων Σ&Ε. Οι οριζόντιες Σ&Ε κατέχουν το 51,6%, δηλαδή 92 από τις 180 Σ&Ε του δείγματος μας, ενώ οι ασυσχέτιστες αποτελούν το 48,4%. Με άλλα λόγια, αν οι εταιρείες που εμπλέκονται στη Σ&Ε είναι ίδιου κλάδου, τότε επηρεάζεται αρνητικά η απόδοση της αγοράστριας εταιρείας. Αντίθετα, ο τρόπος πληρωμής επηρεάζει θετικά τις αποδόσεις των Σ&Ε. Οι Σ&Ε του δείγματος έχουν πραγματοποιηθεί κατά κύριο λόγο μόνο με μετοχές, δηλαδή

οι 89 Σ&Ε έχουν πραγματοποιηθεί χρησιμοποιώντας ως τρόπο πληρωμής τις μετοχές, αυτό αποτελεί το 49,44% του δείγματος. Αμέσως μετά, ακολουθεί ο συνδυασμός των μετοχών και των μετρητών με ποσοστό 38,39%, ήτοι 70 Σ&Ε. Ενώ μόλις το 11,67% των Σ&Ε πραγματοποιείται μόνο με μετρητά. Εάν η πληρωμή του αντιτίμου της Σ&Ε πραγματοποιείται με μετοχές, οι αποδόσεις της αγοράστριας εταιρείας αυξάνονται, με βάση τα πρόσσημα των ερμηνευτικών μεταβλητών, τα οποία παρουσιάζονται στον παραπάνω πίνακα.

Ο συντελεστής προσδιορισμού  $R^2$  της παλινδρόμησης είναι στο επίπεδο του 8,62% επομένως, η ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος είναι περιορισμένη, αλλά σε παραπλήσιο επίπεδο με παρόμοιες μελέτες που χρησιμοποιούν διαστρωματικά (cross-sectional) δεδομένα. Το προσαρμοσμένο  $R^2$  είναι σε ποσοστό 6,54%. Αυτό σημαίνει ότι οι πρόσθετες ερμηνευτικές ψευδο-μεταβλητές, δηλαδή η μέθοδος πληρωμής και η συσχέτιση του κλάδου των εταιρειών, δεν προσθέτουν αξία στο μοντέλο μας. Επιπλέον, όσον αφορά στις υπόλοιπες μεταβλητές ESG, παρατηρούμε ότι είναι στατιστικά σημαντικές. Η τιμή σημαντικότητας (p-value) για το ESG ACQ είναι ίση με 0.000197132 και για το ESG TARG είναι 0.043318174, αντίστοιχα.

Επομένως, οι αγοράστριες εταιρείες, οι οποίες έχουν υψηλότερη επίδοση ESG πριν από το γεγονός της συγχώνευσης/εξαγοράς θα πρέπει να αναμένουν υψηλότερη δημιουργία αξίας από συναλλαγές Σ&Ε, ενώ το αντίθετο ισχύει για τις εταιρείες-στόχους, οι οποίες φαίνεται ότι κερδίζουν περισσότερο αυτές που έχουν υψηλότερη επίδοση ESG κάτι το οποίο θα πρέπει να διερευνηθεί περαιτέρω σε μελλοντική έρευνα.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της μονομεταβλητής ανάλυσης (univariate analysis) και συγκεκριμένα του ελέγχου t με άνισες διακυμάνσεις, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι αθροιστικές μη-κανονικές αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών έχουν θετικό πρόσσημο στην απόδοση των μετοχών, κάτι που επιβεβαιώνεται από την πολλαπλή παλινδρόμηση. Αντίθετα με τις αγοράστριες εταιρείες που έχουν χαμηλή επίδοση ESG, οι οποίες σύμφωνα με τον έλεγχο t με άνισες διακυμάνσεις έχουν αρνητικό αντίκτυπο στις αποδόσεις των μετοχών, για το χρονικό διάστημα (-30,+30) από την ανακοίνωση της Σ&Ε. Το αποτέλεσμα αυτό συνάδει με το αποτέλεσμα που λάβαμε από την πολλαπλή παλινδρόμηση.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην παρούσα διπλωματική εργασία μελετήθηκαν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές στην αγορά των ΗΠΑ για τον χρονικό ορίζοντα 2015-2022. Το σύνολο των πράξεων που μελετήθηκαν αφορά ένα δείγμα 4.580 Σ&Ε για το σύνολο της περιόδου.

Εξετάσαμε πως οι πληροφορίες σε θέματα ESG των αγοραστριών εταιρειών επηρεάζουν τις αποδόσεις τους στην αγορά γύρω από την περίοδο ανακοίνωσης της συγχώνευσης. Διαπιστώσαμε ότι η επίδοση ESG στις εταιρείες στόχους δεν έχει σημαντική επίδραση στις αποδόσεις αγοράς των εταιρειών στόχων. Αποδείξαμε επίσης ότι η καλή συνολική επίδοση ESG του αγοραστή αυξάνει την απόδοση των μετοχών του στην αγορά. Η επίδοση ESG των εταιρειών στόχων ωστόσο, έχει αρνητική επίδραση στις αποδόσεις μετοχών των αγοραστών, λόγω του υψηλότερου premium, που καλούνται να πληρώσουν οι αγοραστές σε εταιρείες υψηλότερης επίδοσης. Εάν δούμε τη βαθμολογία ESG ως μέτρο έκθεσης στον κίνδυνο και αντίστοιχης διαχειριστικής ικανότητας σε θέματα ESG, τα στοιχεία μας υποστηρίζουν ότι ένας αγοραστής με υψηλή έκθεση σε ESG πρακτικές και διαχειριστική ικανότητα θα υποφέρει από χαμηλότερες αποδόσεις αγοραστή και συνολικές αποδόσεις αγοράς.

Από τη μονομεταβλητή ανάλυση για το συνολικό δείγμα των 180 εταιρειών που εξετάστηκαν, τα CAARs των αγοραστριών εταιρειών είναι αρνητικά και στατιστικά σημαντικά, σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Αντίθετα, για τις εταιρείες στόχους τα CAARs είναι θετικά και στατιστικά μη σημαντικά τόσο για υψηλή επίδοση ESG, όσο και για το υποσύνολο των χαμηλών ESG επιδόσεων. Τα CAARs, σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, είναι υψηλότερα για τα υποσύνολα που αφορούν τις εταιρείες με χαμηλά ESG scores συγκριτικά με το υποσύνολο των υψηλών ESG scores. Από το αποτέλεσμα αυτό, επιβεβαιώνεται η θετική και στατιστικά σημαντική σχέση που προκύπτει από την ανάλυση πολλαπλής παλινδρόμησης.

Από την ανάλυση της παλινδρόμησης προκύπτει ότι οι μεταβλητές ESG ACQ και ESG TARG παρουσιάζουν στατιστική σημαντικότητα, σε αντίθεση με τις ψευδομεταβλητές Industry Relatedness και Payment Method, οι οποίες φαίνεται να είναι στατιστικά μη σημαντικές, σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Αυτό σημαίνει ότι οι επιδόσεις των ESG, τόσο για τις αγοράστριες εταιρείες, όσο και για τις εταιρείες στόχους, επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών των



εταιρειών. Η επίδοση ESG των εταιρειών στόχων έχει αρνητική συνεισφορά σε αυτές, ενώ η αντίστοιχη επίδοση των αγοραστριών εταιρειών φαίνεται να είναι θετική βάσει προσήμου.

Από την ανάλυση αυτή, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι, παρούσης της μεταβλητής ESG, η συσχέτιση των εταιρειών σε επίπεδο κλάδου και η μέθοδο πληρωμής, δεν επηρεάζει τις αποδόσεις των μετοχών των αγοραστριών εταιρειών στο χρονικό διάστημα γύρω από την ανακοίνωση της Σ&Ε.

Επομένως, οι αγοράστριες εταιρείες, οι οποίες έχουν υψηλότερη επίδοση ESG πριν από το γεγονός της συγχώνευσης/ εξαγοράς θα πρέπει να αναμένουν υψηλότερη δημιουργία αξίας από συναλλαγές Σ&Ε, ενώ το αντίθετο ισχύει για τις εταιρείες-στόχους οι οποίες φαίνεται ότι κερδίζουν περισσότερο αυτές που έχουν χαμηλότερη επίδοση ESG με την προοπτική της Σ&Ε πιθανόν από αγοραστής που έχουν υψηλότερη επίδοση ESG, κάτι το οποίο θα πρέπει να διερευνηθεί περαιτέρω σε μελλοντική έρευνα.

Η σχετιζόμενη με τις Σ&Ε και την επίδοση ESG βιβλιογραφία, τείνει να υποστηρίζει ότι οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις των μετοχών της αγοράστριας εταιρείας αυξάνονται όταν το ESG είναι υψηλό. Εξετάζοντας πως η πληροφόρηση σχετικά με τα ESG επηρεάζει την απόδοση των μετοχών, τόσο για τους αγοραστής, όσο και για τους εξαγοραζόμενους, ο Song (2016) συμπέρανε ότι η καλή επίδοση ενός αγοραστή αυξάνει την απόδοση του, έπειτα από την ανακοίνωση της Σ&Ε. Επιπλέον, σε άρθρο του ο Piperni (2020), στο οποίο εξέταζε τη σχέση μεταξύ επίδοσης ESG και τη δημιουργία αξίας στους μετόχους, απέδειξε ότι οι αγοράστριες εταιρείες με υψηλότερη βαθμολογία ESG που εισέρχονται σε διαδικασία Σ&Ε, δημιουργούν υψηλότερη αξία.

Οι αγοράστριες εταιρείες θα πρέπει να εκτιμήσουν τα επίπεδα των πρακτικών ESG που ακολουθούν, πριν πάρουν την απόφαση οποιασδήποτε πράξης Σ&Ε. Κατά την Σ&Ε μιας εταιρείας στόχου με υψηλή επίδοση ESG, η αγοράστρια εταιρεία θα πρέπει να αξιολογήσει κατά πόσο θα μπορέσει να προσαρμόσει το όφελος από την καλή επίδοση της πρώτης, όσο και το πιθανό κόστος που μπορεί να επιφέρει αυτή η προσαρμογή. Αυτό το κόστος είναι αποτέλεσμα των διαφορετικών στρατηγικών, πρακτικών, κουλτούρας και οργανωτικών δομών που διατηρούνται σε δύο εταιρείες με διαφορετικές αποδόσεις ESG.

Οι εταιρείες θα πρέπει επίσης να εξετάσουν το ενδεχόμενο αύξησης των δικών τους επιδόσεων σε θέματα ESG καθώς αυτό θα τις καθιστούσε πιο ελκυστικούς στόχους στην αγορά. Τέλος οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής θα πρέπει να προωθούν αναλόγως την υιοθέτηση πρακτικών ESG και να ενθαρρύνουν τις εταιρείες να δημοσιεύουν πληροφορίες σχετικά με τις επιδόσεις τους ESG. Ο κύριος περιορισμός αυτής της έρευνας είναι η έλλειψη

δεδομένων ESG τόσο για τους στόχους όσο και για τις εταιρείες αγοραστές. Η πρόθεση μας να ταιριάξουμε τις βαθμολογίες ESG στόχου και αγοραστή περιόρισε αναπόφευκτα τον αριθμό των Σ&Ε που μπορούσαμε να συμπεριλάβουμε στο δείγμα μας, η οποία με τη σειρά της μας περιορίζει στη γενίκευση των αποτελεσμάτων.

Όσον αφορά ενδεικτικές προτάσεις για μελλοντική έρευνα, το δείγμα εξεταζομένων αγορών θα μπορούσε να διερευνηθεί και να εξεταστούν εναλλακτικές χώρες. Αντίστοιχα, το δείγμα θα μπορούσε να διαφοροποιηθεί και με βάση άλλα χαρακτηριστικά, που σχετίζονται με τα χαρακτηριστικά του deal. Επιπλέον, το σύνολο των ερμηνευτικών μεταβλητών θα μπορούσε να διερευνηθεί, για τη μελέτη των εταιρειών-στόχων και των αγοραστριών. Τέλος, η αντίστοιχη μελέτη θα μπορούσε να γίνει και με τις βαθμολογίες που έχουν λάβει οι εταιρείες για τους επιμέρους πυλώνες των ESG. Επίσης, θα ήταν χρήσιμο να μελετηθούν συνδυασμοί των αγοραστών και εταιρειών στόχων, με βάση την επίδοση ESG ανά ζεύγη με τη λήψη μεγαλύτερων δειγμάτων, ώστε να διερευνηθεί καλύτερα η επίπτωση της στην μετοχική απόδοση των Σ&Ε.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Α. ΔΙΕΘΝΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Alexandridis G., Antypas N., Travlos N. , Value creation from M&As: New evidence, *Journal of Corporate Finance* (2017)

Alexandridis, G., Antypas, N., & Travlos, N. (2017). Value creation from M&As: New evidence. *Journal of Corporate Finance*, 45, 632-650.

Alexandridis, G., Fuller, K. P., Terhaar, L., & Travlos, N. G. (2013). Deal size, acquisition premia and shareholder gains. *Journal of Corporate Finance*, 20, 1-13.

Alexandridis, G., Petmezas, D., & Travlos, N. G. (2010). Gains from mergers and acquisitions around the world: New evidence. *Financial Management*, 39(4), 1671-1695.

Barros V. , Matos P.V., Sarmiento J.M., Vieira R.P. (2022). M&A activity as a driver for better ESG performance. *Technological Forecasting & Social Change*, 175, 121338.

Bereskin F., Byun S.K., Officer M.S., J.Oh, 2018. The Effect of Cultural Similarity on Mergers and Acquisitions: Evidence from Corporate Social Responsibility. *Journal Of Financial and Quantitative Analysis* Vol.53, No.5, Oct.2018, pp.1995-2039

Bettinazzi E.L.M., Zollo M., (2017). Stakeholder orientation and acquisition performance. *Strategic Management Journal*. Vol. 38, Issue 12, p. 2465-2485.

Cartwright S., Schoenberg R., (2006). Thirty years of Mergers and Acquisitions Research: Recent advances and future opportunities. *British Journal of Management*, Vol.37, p.S1-S5.

CFA Institute, 2021. *Corporate Governance and ESG Disclosure in the EU*. London: CFA Institute.

Chan P., Walter T. (2014). Investment performance of “environmentally-friendly” firms and their initial public offers and seasoned equity offers. *Journal of Banking & Finance*, 2014, vol.44, issue C, 177-188

Chao C.M., Ho Ch.H., (2018). The Relationship between Corporate Social Responsibility and Abnormal Return: Mergers and Acquisitions Events. *Review of Integrative Business and Economics Research*, Vol. 8, Issue 3.

Cheng, B., Ioannou, I. & Serafeim, G., (2013). Corporate Social Responsibility and Access to Finance. *Strategic Management Journal*, vol. 35, p.1-23.

Cho K., Han S.H., Kim H.J., Kim S., (2020). The valuation effects of corporate social responsibility on mergers and acquisitions: Evidence from U.S. target firms. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 28, p.378-388.

CSE, 2020. *Sustainability (ESG) Ratings & Reporting Trends North America 2020*. Centre for Sustainability & Excellence.

CSE, 2021. *What Do Companies With Improved Financial Results Have in Common in Terms of ESG Practices and Frameworks?* Centre for Sustainability & Excellence.

- Demsetz, Harold, (1968). Why Regulate Utilities?. *Journal of Law and Economics*, vol.11, pp. 55-65.
- Demsetz, Harold, (1973) . *Industry Structure, Market Rivalry, and Public Policy*. *Journal of Law and Economics*, vol. 16, pp. 1-9.
- Dyllick T., Hockerts K., (2002). Beyond the business case for corporate sustainability. *Business Strategy and Environment*, Vol. 11, pp 130-141.
- Fama E.F., 1970. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, Vol.25, No 2, pp.383-417
- Gerard, B. (2019). ESG and Socially Responsible Investment: A Critical Review. *Beta*, 33(01), 61-83.
- Gillan S.L., Koch A., Starks L.T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*. Vol.66
- Golubov, A., Petmezas, D. and Travlos, N. (2012). Empirical M&A research: A review of methods, evidence and managerial implications. In the *Handbook of Research Methods and Applications in Empirical Finance* edited by Adrian Bell, Chris Brooks and Marcel Prokopczuk published by Edward Elgar
- Halpern P. (1983). Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions. *Journal of Finance*, Vol.38, pp.297-317
- Hamel G. Prahalad C.K. (1990). The core competence of the corporation. *Harvard Business Review*.
- Henisz, W., Koller, T. & Nuttall, R., (2019). McKinsey & Company. [Online] Available at: HYPERLINK "https://www.mckinsey.com/businessfunctions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/five-ways-that-esgcreates-value" <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategyand-corporate-finance/our-insights/five-ways-that-esg-creates-value> [Accessed 5 Ιούλιος 2022].
- Hussaini M., Hussain N., Nguyen D.K., Rigoni U., (2020). Is corporate social responsibility an agency problem? An empirical note from takeovers. *Finance Research Letters*, Vol.43.
- Jamali D., Karam C.M., Yin J., Soundararajan V. (2017), CSR Logics in developing countries: Translation, adaptation and stunted development. *Journal of World Business*.
- Kenneth R. Ahern and J. Fred Weston (2007). M&As: The Good, the Bad, and the Ugly. *University of California, LA*, vol.17, pp. 5-20
- Kotsantonis, S. & Serafeim, G., (2019). Four Things No One Will Tell You About ESG Data. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 31, pp.50-58.
- Li F., Polychronopoulos A. (2020). What a difference an ESG ratings provider makes. *Research Affiliates*.
- Lokuwaduge C.S., Heenetigala K. (2016). Integrating Environmental, Social and Governance (ESG) Disclosure for a Sustainable Development: An Australian Study. *Business Strategy and the Environment*, Volume 26, Issue 4 , p.438-450.
- Marks, M. L., & Mirvis, P. H. (2011). Merge ahead: A research agenda to increase merger and acquisition success. *Journal of business and psychology*, vol.26, p. 161-168.

Maung M., Wilson C., Yu W., 2020. Does reputation risk matter? Evidence from cross-border mergers and acquisitions. *J. Int. Financ. Markets Inst. Money* 66 (2020) 101204

Mohammad W.M.W., Wasiuzzaman S., 2021. Environmental, Social and Governance(ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia. *Cleaner Environmental Systems*, Vol. 2, p.2666-7894.

Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1990) „Do managerial objectives drive bad acquisitions?“, *The Journal of Finance*, Vol.45, pp. 31–48.

Pettinari N., Fiori G., Scettri S.,2020. Sustainable M&A: The value of ESG. Do bidders prefer to acquire or create sustainability?. *Luiss*, pp.94.

Pineiro-Chousa J. Lopez-Cabarcos M.A., Jerome C. Aleksandar S. (2021). The influence of investor sentiment on the green bond market. *Technological forecasting and social change*. Vol.162, Issue C.

Piperni C. (2021). Does ESG affect shareholder value creation? Evidence from the M&A market. *Luiss*.

Refinitiv, 2020. Refinitiv ESG Scores: Score Enhancements. Refinitiv.

Refinitiv, 2021. Environmental, Social and Governance (ESG) Scores from Refinitiv. Refinitiv.

Salvi A., Doronzo E.,Giakoumelou A., Petruzzella F. (2019). CSR and Corporate Financial performance : An Inter-Sectorial Analysis. *International Journal of Business Management*. Vol.14,pp.1883-3850.

Serafeim, G.,Yoon, A., 2021. Which Corporate ESG News does the Market React to? Forthcoming, *Financial Analysts Journal*, Working Paper 21- 115(Harvard Business School Accounting & Management).

Seth A. 1990. Value creation in acquisitions: A re-examination of performance issues. *Strategic Management Journal*, Volume 11, Issue 2, p.99-115

Song R. 2016. The Effect of ESG Information on Market Returns in Mergers. *John Molson School of Business Concordia University*, Master Thesis.

Song S.,Zeng Y., Zhou B. (2021). Information asymmetry, cross-listing and post M&A performance. *Vol.122,p. 447-457*

Tampakoudis I., Anagnostopoulou E., (2020). The effect of mergers and acquisitions on environmental, social and governance performance and market value: Evidence from EU acquirers. *Business Strategy and the Environment*, Vol.29, p.1865-1875.

Tampakoudis I., Noulas A., Kiosses N., Drogalas G.,(2021.) The effect of ESG on value creation from mergers and acquisitions. What changed during the COVID-19 pandemic?. *Corporate Governance*, Vol.21, pp 1117-1141.

Turban D.B., Greening D.W. (1997). Corporate social performance and organizational attractiveness to prospective employees. *The Academy of Management Journal*. Vol.40, pp. 658-672

Werner F, De Bondt, Thaler R.(1984). Does the Stock Market Overreact?. *Journal of Finance*. Vol.40,pp.793-805

Werner F. Howard E.T. (1992). Is economic efficiency the driving force behind mergers?. *Vol.13. p.31-44*.

Yahya H.B., Vaihekoski M., (2022). ESG and firm performance: Analysis from Nordic countries' perspective. European Financial Management Association.

Yen T., Andre P., 2019. Market reaction to the effect of corporate social responsibility on mergers and acquisitions: Evidence on emerging markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 71 (2019) 114–131.

Zhan X., Cao J., Titman S., Zhang W. (2019). ESG preference and market efficiency: Evidence from Mispricing and Institutional traditional. *ResearchGate*. Vol.17

## **B. ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

Κόλια Δ.(2014). Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ επιχειρήσεων-μελέτη περίπτωσης εξαγοράς επιχειρήσεως Olympic Air από την Aegean (Μεταπτυχιακή Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας)

Κυριαζής Δ. (2017). Συγχωνεύσεις και εξαγορές. Εκδόσεις Διπλογραφία, 2<sup>η</sup> έκδοση επαυξημένη και βελτιωμένη ΑΘΗΝΑ.

Κυριαζόπουλος Γ., Ζησόπουλος Δ. & Σαριγιαννίδης Ν. (2009). Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των εξαγορών και των συγχωνεύσεων των τραπεζών στη διεθνή και ελληνική οικονομία. Φλώρινα: Ελληνικό Συνέδριο Διοίκησης και Οικονομίας.

Πασιούρας Φ. Δούμπος Μ. & Ζοπουνίδης Κ. (2006). Πρόβλεψη εξαγορών: Μεθοδολογικό πλαίσιο και εφαρμογές. Αθήνα: Εκδόσεις Κλειδάριθμος.

PWC (Ιανουάριος 2017), Εξαγορές και Συγχωνεύσεις επιχειρήσεων στην Ελλάδα 2016 - Αποεπένδυση των non-core assets από τις συστημικές Τράπεζες,